

**Khuyến nghị**

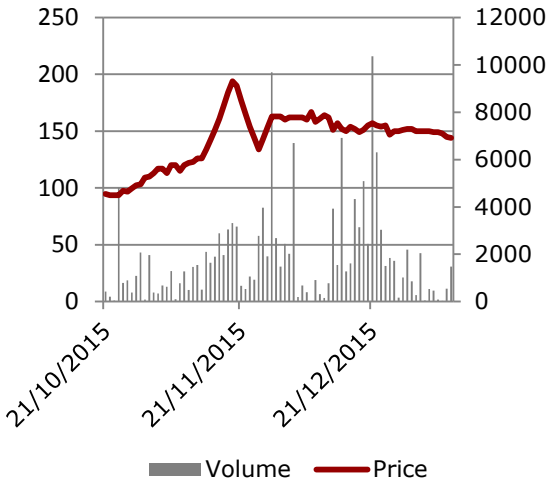
**MUA**

Giá mục tiêu	191,000
Giá hiện tại (VND)	145,000
Lợi nhuận kỳ vọng	32%

**Khuyến nghị:**

Giá mục tiêu của HTL là 191,000 đồng, chênh lệch 32% so với mức giá hiện tại 145,000 ngày 07/01/2015. Với mức định giá này, chúng tôi khuyến nghị MUA với mã cổ phiếu HTL.

**ĐỒ THỊ GIÁ**



**Điểm nổi bật:**

- ❖ **Nguồn cầu của ô tô tải đang tăng trưởng nhờ hưởng lợi từ chu kỳ kinh tế Việt Nam và các hiệp định thương mại được ký kết.** Số lượng ô tô tiêu thụ 10 tháng đầu năm 2015 tăng 48% so với cả năm 2014. Dự đoán hết năm 2015 số lượng tiêu thụ xe tải sẽ tăng hơn 60%.
- ❖ **Xu hướng dịch chuyển từ xe tải Trung Quốc sang xe tải cao cấp.** Điều này là do (1) chính phủ không ủng hộ dòng xe tải Trung Quốc, các quy định về tải trọng đang chống lại dòng xe này, (2) thời gian sử dụng xe Trung Quốc chỉ bằng ¼ so với dòng xe tải cao cấp trong khi giá thành chỉ rẻ bằng một nửa, (3) ở Thái Lan thị trường gần giống Việt Nam hiện nay phần lớn là xe Nhật Bản.
- ❖ **Hino đang là thương hiệu xe tải cao cấp mạnh ở Việt Nam.** Có 3 hãng xe dòng cao cấp là Hino, Hyundai, Isuzu. Các mẫu xe của Hyundai đang gặp vấn đề trong việc đáp ứng quy định siết tải trọng của bộ giao thông Vận Tải. Còn Isuzu chỉ chuyên về dòng xe tải nhẹ không bao quát được hết thị trường như Hino.
- ❖ **HTL là nhà phân phối lớn nhất của Hino tại thị trường Việt Nam.** Công ty mặc dù là đại lý thứ 2 của Hino Việt Nam sau Samco nhưng lại nhanh chóng vươn lên vị trí thứ nhất với 30% thị phần. Sắp tới với kế hoạch mở thêm 2 trạm 3S và tấn công thị trường miền Bắc sẽ giúp cho Hino củng cố và gia tăng vị thế. Điều này được thể hiện rõ ràng qua việc biên lợi nhuận gộp mảng xe nền đã tăng từ 7% lên 9% và số ngày phải trả người bán tăng từ 29 ngày năm 2012 lên 42 ngày năm 2014 nhờ chiếm dụng vốn.
- ❖ **Kết quả kinh doanh sẽ được cải thiện thông qua tăng trưởng từ mảng bán xe và thùng xe.** Số lượng xe năm 2015 dự tính đạt 1340 xe và tăng lên hơn 1700 xe vào năm 2016, đối với mảng thùng xe sẽ tăng mạnh nhờ quy định về đăng kiểm giúp HTL có các hợp đồng đóng thùng xe từ những nhà phân phối khác. Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ước đạt 69%, 114% năm 2015.

**THÔNG TIN GIAO DỊCH**

Giá hiện tại (VND):	145,000
EPS (VND):	17,740
P/E:	8.17
Giá trị sổ sách (VND):	21,760
Hệ số Beta:	0.39
KLGD trung bình:	708
KLCP đang niêm yết:	8,000,000
KLCP đang lưu hành:	8,000,000
Vốn hóa (Tỷ VND):	1,160.00

**CƠ CẤU CỔ ĐÔNG**

Chairatchakarn	27.56%
Sumitomo	25.56%
Nguyễn Thị Kiều Diễm	25.32%
Lã Văn Trường Sơn	16.39%
Sumitomo Corp	16.00%

**THÔNG TIN LIÊN LẠC**

Lô 46, đường số 3, KCN Tân Tạo, quận Bình Tân, TP HCM

Tel: +84(8) 3754 3188

Fax: +84(8) 3754 3189

**Điểm hạn chế:**

- ❖ **Rủi ro tỷ giá từ đồng Yên.** Biên lợi nhuận 2015 tăng một phần là do đồng Yên bị mất giá làm giá vốn hàng bán giảm trong khi giá bán xe không đổi. Sang năm 2016 HTL sẽ đối mặt với rủi ro biên lợi nhuận gộp bị giảm từ việc này.

**Tóm tắt các chỉ tiêu tài chính**

<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>
DTT (tỷ đồng)	239.185	587.365	1,031.337	1,739.959
+/- yoy	26%	146%	76%	69%
LNST (tỷ đồng)	4.062	25.234	73.309	171.400
+/- yoy	-53%	521%	196%	114%
TTS (tỷ đồng)	142.355	228.453	343.076	559.679
+/- yoy	3%	60%	51%	63%
VCSH (tỷ đồng)	88.305	100.467	147.231	240.923
+/- yoy	-0.21%	14%	47%	64%
Nợ/TTS	0.62	0.44	0.43	0.43
TS LN gộp	9.37%	8.25%	8.55%	11.46%
TS LN ròng	1.42%	3.59%	6.06%	7.68%
EPS (đồng)	425	2,638	7,807	11,141
ROA	2%	11%	22%	25%
ROE	4%	22%	50%	58%

## MỤC LỤC

Tổng quan	P03
Phân tích ngành	P04
Hoạt động SXKD	P05
Phân tích tài chính	P08
Triển vọng	P10
Định giá	P11

## TỔNG QUAN

### Lịch sử thành lập

Năm 1998, công ty chính thức được thành lập với ngành nghề là kinh doanh cần cẩu hiệu Soosan và Tadano. Giai đoạn 2001 – 2006 chính thức đánh dấu bước chuyển mình của HTL, công ty chính thức trở thành đại lý 3S của Hino Motors Việt Nam, mở rộng thêm lĩnh vực kinh doanh xe tải – một thị trường lớn và tiềm năng.

Tháng 10/2007, Sumitomo – bộ phận kinh doanh ô tô của tập đoàn tài chính Nhật Bản đã trở thành đối tác chiến lược của công ty nắm giữ 25.56% cổ phần của Trường Long.

Năm 2009, HTL đã tăng vốn điều lệ thành công từ 43.2 tỷ lên 80 tỷ. Công ty chính thức được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh. Cũng tháng 10 năm nay, HTL trở thành nhà phân phối độc quyền sản phẩm cầu Tadano của xe tải tại Việt Nam.

Tháng 1 năm 2014, một trong những đại lý lớn nhất của Hino ở Thái Lan, công ty Chairatchakam (Bangkok) trở thành cổ đông chiến lược của HTL với số cổ phần 18%.

Từ khi niêm yết đến nay, HTL chưa trải qua lần tăng vốn nào:

Thời gian	Vốn điều lệ (Triệu VND)
2009	80,000

### Cơ cấu cổ đông

Sumitomo là cổ đông tổ chức lớn nhất của HTL, đây đồng thời cũng là nhà cung cấp sản phẩm cầu Tadano cho HTL. Chairatchakarn là nhà phân phối lớn nhất của Hino ở Thái Lan, Chairatchakarn đầu tư vào HTL là một dấu hiệu tích cực của công ty. Điều này không chỉ cho thấy kì vọng của đại lý Thái Lan này vào sức tiêu thụ xe Hino của thị trường Việt Nam mà còn tạo thuận lợi cho kinh doanh tương lai trao đổi mua bán khi thuế suất giao thương trong khu vực ASEAN giảm xuống. Thông tin cổ đông:

Cổ đông	Tỷ lệ sở hữu
Chairatchakarn	27.56%
Tập đoàn Sumitomo	25.56%
Nguyễn Thị Kiều Diễm	25.32%
Lã Văn Trường Sơn	16.39%
Sumitomo Corporation	16.00%
Junji Tonoshima	16.00%

### Ban lãnh đạo

Hội đồng Quản trị	Họ tên	Ghi chú
Chủ tịch	Nguyễn Thị Kiều Diễm	Hiện tại chị Diễm và các thành viên trong gia đình đang chiếm phần lớn lượng cổ phần mà nhà đầu tư nhỏ lẻ nắm giữ
Thành viên	Lã Thị Thanh Phương	Chị gái anh Sơn
Thành viên	Lã Văn Trường Sơn	Chồng chị Diễm, CEO
Thành viên	Junji Tonoshima	Đại diện của Sumitomo
Thành viên	Laura Burke	Chịu trách nhiệm thiết kế showroom
Thành viên	Sumit Petcharapirat	Đại diện của Chairatchakarn

## PHÂN TÍCH NGÀNH

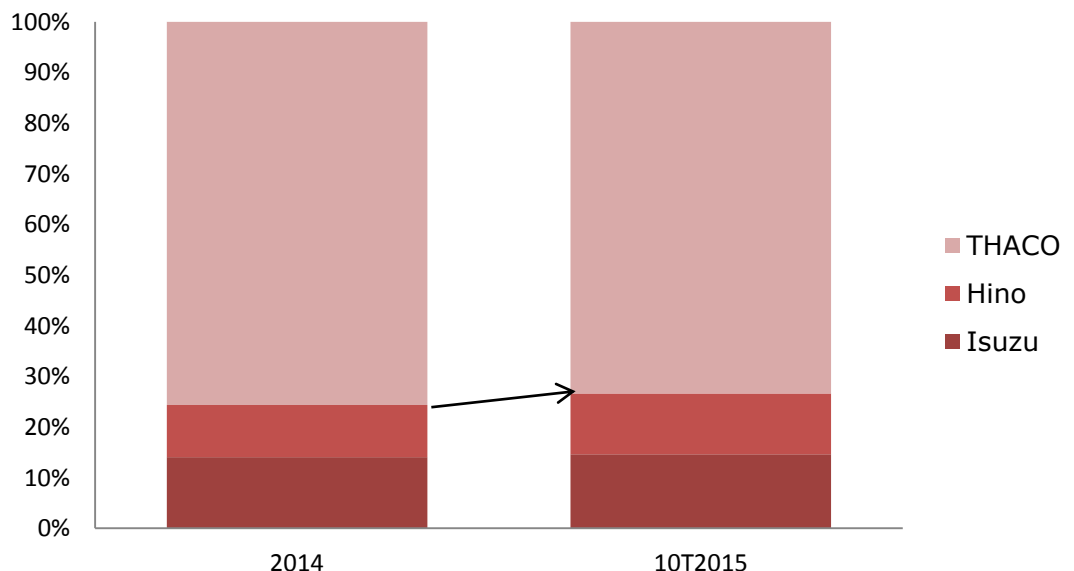
**Động lực tăng trưởng của ngành ô tô đi cùng với chu kỳ kinh tế. Khi kinh tế có nhu cầu phát triển thì hoạt động kinh doanh vận tải, cơ sở hạ tầng sẽ dẫn đầu đi tiên phong.** Hoạt động vận tải của Việt Nam được chia làm 3 nhóm chính là đường thủy, đường bộ và đường sắt. Trên đất liền thì đường bộ là hoạt động chủ yếu do hệ thống đường sắt của Việt Nam còn lạc hậu và sẽ tốn chi phí tương đối lớn để cải tạo nếu muốn hoạt động hiệu quả. Triển vọng kinh tế Việt Nam vừa bước qua một kì suy thoái cùng với đó là xu hướng dòng vốn FDI tràn vào, các hiệp định thương mại được kí kết sẽ làm thị trường nhộn nhịp và tăng trưởng. Đây là cơ hội lớn cho ngành vận tải nói chung và kinh doanh xe tải nói riêng. Chỉ 10 tháng đầu năm 2015, số lượng xe tải tiêu thụ đã tăng trưởng 48% so với cả năm 2014.

**Trên thị trường kinh doanh ô tô được chia làm 2 dòng xe chính là xe tải nhập khẩu nguyên chiếc và xe nhập khẩu để lắp ráp trong nước.**

Hai dòng xe này khác biệt ở thuế áp dụng trên từng loại xe. Hiện tại chính phủ đang ưu tiên ngành xe lắp ráp hơn đối với xe nhập nguyên chiếc, vì vậy xe nhập nguyên chiếc có giá thành đắt hơn so với xe lắp ráp. Mặc dù trong tương lai sau khi các hiệp định thương mại được kí kết thì thuế suất cho dòng xe nhập sẽ trở về 0 nhưng dự đoán còn cần đến hơn 5 năm nữa cho nên dòng xe tải lắp ráp đang thịnh hành và có khả năng cạnh tranh về giá hơn so với xe tải nhập khẩu hiện nay. Xe tải lắp ráp là của các hãng như Hyundai, Mitsubishi, Hino, Isuzu v.v.. còn xe tải nhập khẩu thuộc về các hãng Daewoo, Dongfeng. Các hãng xe tải lắp ráp tập trung vào dòng tải nhẹ trong khi đó dòng tải nặng chỉ có ô tô của Hino và Isuzu.

Hiện tại dòng xe có xuất xứ từ Trung Quốc (bao gồm cả THACO) vẫn đang chiếm phần lớn thị phần xe tải Việt Nam khoảng 90%. Đối với dòng xe cao cấp là Hino và Isuzu thị phần gần tương đương nhau, mỗi hãng chiếm khoảng 5%. Số liệu 10 tháng đầu 2015, cho thấy tiêu thụ xe Hino và Isuzu tăng trưởng mạnh so với THACO đây là **xu hướng dịch chuyển từ xe tải Trung Quốc sang dòng sản phẩm cao cấp.**

### Số lượng xe tiêu thụ



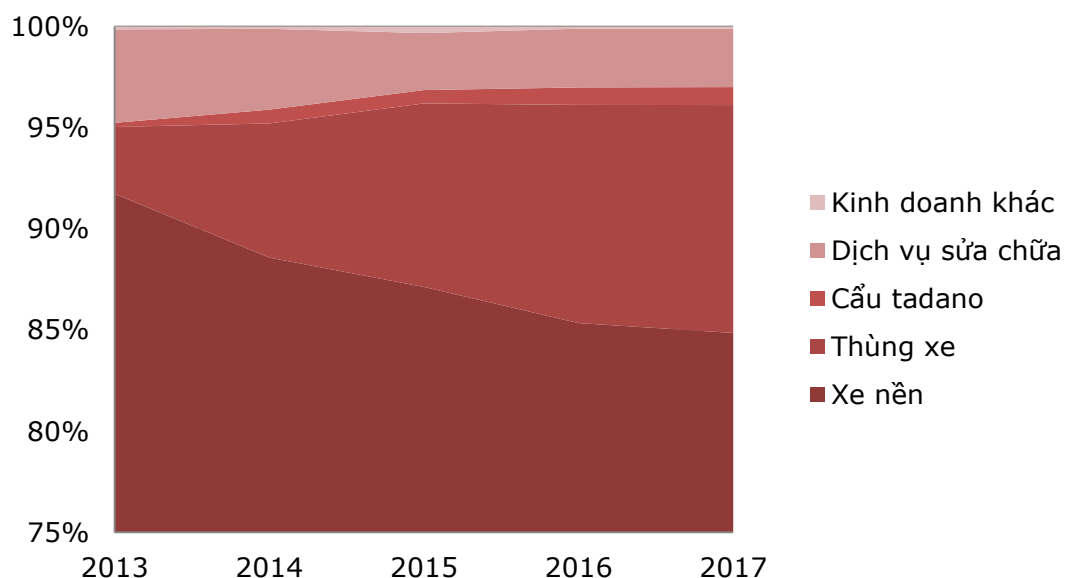
**Ở Thái Lan đã từng xảy ra xu hướng các nhà vận tải kinh doanh chuyên nghiệp chuyển dần sang xe cao cấp khi cơ sở hạ tầng được nâng cấp.** Hiện nay, ở Thái Lan các doanh nghiệp vận tải theo thống kê số lượng xe Trung Quốc, Hàn Quốc đã ít hơn so với dòng xe Nhật Bản. Trong đó, số lượng xe Hino bán ở Thái Lan cao gấp khoảng 10 lần số lượng bán tại Việt Nam. Ở Việt Nam số lượng xe Hino bán đang khoảng hơn 4000/năm xe thì ở Thái Lan lên đến 40000 xe/năm. Thực tế này đã cho thấy cơ hội tăng trưởng của dòng xe Hino tại Việt Nam còn rất lớn.

**Ngoài siết tải trọng chở hàng của các xe tải thông qua kiểm soát chặt các trạm cân, Bộ Giao Thông Vận Tải cũng siết chặt vi phạm về kích thước thùng xe, thùng cơi nới.** Quy định mới đối với các nhà đóng thùng xe thì các nhà sản xuất thùng phải có giấy phép, thùng sản xuất ra phải có đăng kiểm. Những nơi sản xuất không có giấy phép nay bị chặn không xuất hàng ra được. Điều này có lợi trực tiếp cho các nhà đóng thùng chuyên nghiệp như HTL. Ngoài ra quy định về kiểm soát xe cũ quá hạn lưu hành cũng dẫn đến nhu cầu phải thay xe mới.

## **HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH**

### **Lĩnh vực kinh doanh**

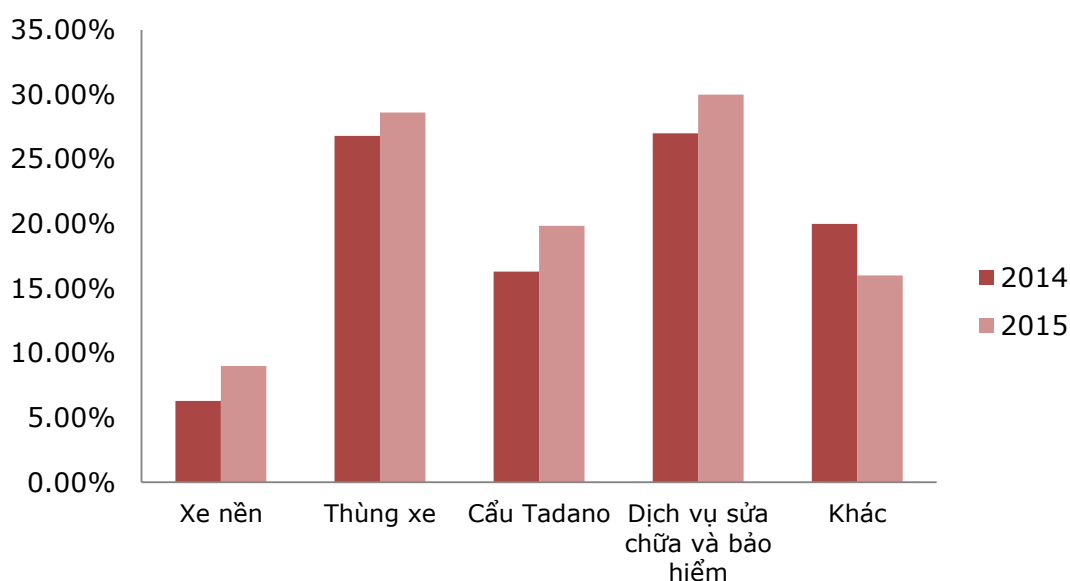
#### **Cơ cấu doanh thu**



HTL là công ty đại lý lớn nhất của dòng xe tải cao cấp Hino của Nhật tại thị trường Việt Nam. HTL chỉ nhập xe nền (tức đầu xe, khung xe) từ Hino Motor Việt Nam. Để hoàn thiện xe tải thì cần phải sản xuất nốt các phụ kiện khác như thùng xe, cần cầu v.v..

Hoạt động kinh doanh xe nền vẫn chiếm phần lớn doanh thu của công ty tỷ trọng từ 88% đến 92%. HTL chỉ phân phối xe của nhãn hiệu Hino và công ty không có ý định phân phối thêm dòng xe của hãng khác. Biên lợi nhuận gộp của mảng này khá khiêm tốn chỉ dao động từ 6 đến 9%.

## Biên lợi nhuận gộp các mảng



Mảng dịch vụ sửa chữa đến từ công tác hậu mãi của xe nền. Mảng này sẽ có doanh thu bằng 4% đến 5% doanh thu chính của HTL. Mảng kinh doanh thùng xe sẽ có triển vọng tăng trưởng doanh thu đáng kể nhất trong những mảng phụ. Biên lợi nhuận gộp của thùng xe ở mức cao trên 26% vì vậy bên cạnh hoạt động phân phối xe tải thì hoạt động và sản xuất kinh doanh thùng xe này sẽ tạo động lực tăng trưởng trong tương lai.

### Mô hình kinh doanh:

HTL nhập xe từ Hino Motors Việt Nam làm đại lý 3S và chịu trách nhiệm phân phối xe tải cho dòng xe này. Hino Motors Việt Nam là mô hình liên doanh giữa tập đoàn Hino Motors Nhật Bản, TCT Công nghiệp ô tô Việt Nam và tập đoàn Sumitomo Nhật Bản. Tùy thuộc vào chính sách thuế của nhà nước về ô tô nhập khẩu và ô tô lắp ráp mà Hino Motors Việt Nam lựa chọn hình thức kinh doanh phù hợp với thị trường. Ví dụ như hiện tại khi mặt bằng thuế đang giúp cho ngành lắp ráp hưởng lợi thì Hino Motors Việt Nam chủ động nhập linh kiện và lắp ráp ngay tại trong nước. Tương lai sắp tới khi mặt bằng thuế nhập khẩu giảm trở về 0% thì Hino Motors có thể sẽ nhập nguyên chiếc từ Nhật thay vì mô hình kinh doanh như hiện nay. Việc nhà sản xuất có chi nhánh tại Việt Nam như Hino đã tạo thuận lợi cho HTL ít bị ảnh hưởng bởi rủi ro chính sách hơn so với HHS phải nhập ô tô nguyên chiếc từ Trung Quốc hay một số đối thủ khác.

Mô hình phân phối 3S là hệ thống đại lý của Hino với 3 chức năng bán hàng (sales), sửa chữa bảo hành (services) và bán phụ tùng xe (spare parts). Mô hình này là một mô hình khá bền vững và đã được áp dụng thành công tại thị trường Thái Lan. Để trở thành đại lý 3S thì các doanh nghiệp sẽ cần đáp ứng một số điều kiện chặt chẽ của Hino về vốn, cam kết v.v..

### Vị thế thương hiệu Hino với thị trường xe Việt Nam:

Hino là thương hiệu xe tải tập trung vào phân khúc cao cấp. Bên cạnh Hino là hãng Hyundai và Isuzu. Sở dĩ Hino đang có lợi thế hơn trong dòng phân khúc cao cấp là do các mẫu xe của Hyundai đang gặp vấn đề trong việc đáp ứng quy định siết tải trọng của bộ giao thông Vận Tải. Còn Isuzu chỉ chuyên về dòng xe tải nhẹ, các dòng xe tải nặng không mạnh bằng Hino.

Mặc dù là dòng xe tải cao cấp dẫn đầu tại Việt Nam nhưng số lượng xe Hino bán ra năm 2015 vẫn còn khá khiêm tốn chỉ khoảng 4,500 xe chiếm 5% thị phần xe ô tải Việt Nam, con số này vẫn còn khá khiêm tốn so với Hino ở những thị trường khác (Thái Lan: lượng xe tiêu thụ gấp 10 lần là hơn 40,000 xe). Lượng xe tiêu thụ khiêm tốn là do cạnh tranh đến từ các hãng xe Trung

Quốc với giá thành rẻ hơn gấp đôi vẫn còn được ủng hộ do bình quân thu nhập của Việt Nam thấp.

Trong tương lai chúng tôi tin rằng tăng trưởng của Hino tại thị trường Việt Nam sẽ có những đột biến vì: (1) xe Trung Quốc gây khó khăn và làm gian lận trong quá trình kiểm tra tải trọng sẽ không được nhà nước khuyến khích sử dụng trong tương lai, (2) xe Hino tiết kiệm nhiên liệu khoảng 10% so với các thương hiệu khác, (3) xe có chất lượng cao, chạy ổn định hơn 20 năm trong khi các hãng xe Trung Quốc chỉ chạy ổn định được 3 – 4 năm, (4) xe Trung Quốc tăng đột biến trong ngắn hạn để các doanh nghiệp đối phó với quy định xiết tải trọng của nhà nước, trong tương lai các dòng xe cao cấp sẽ tăng dần thị phần lên và đuổi kịp các nước như Thái Lan về lượng tiêu thụ, (5) giá trị bán lại của xe Hino cao hơn so với dòng Trung Quốc, khi xe chạy được khoảng 6 năm thì giá bán lại vẫn lên tới 70% giá trị ban đầu.

### **Vị thế của HTL với vai trò phân phối cho Hino:**

Số lượng xe của HTL bán được năm 2014 là 787 xe, con số này ước tính tăng lên 1,320 xe vào năm 2015 (hơn 500 xe). Điều này dẫn tới việc mặc dù là đại lý ra đời thứ 2 sau Samco nhưng HTL hiện đang là nhà phân phối lớn nhất với sản lượng bán được chiếm 30% cả Việt Nam. Hiện nay HTL đang có 2 chi nhánh ở Hồ Chí Minh và Long An. Chi nhánh 3S miền Trung (Đà Nẵng) đã được khánh thành và tiếp theo sẽ là 3S Lâm Đồng đã được Hino đồng ý và được thông qua trong ĐHCĐ bất thường, đại lý này dự kiến sẽ được xây và hoàn thiện trong 2016 – 2017. Bên cạnh việc mở thêm 2 trung tâm 3S này thì HTL cũng đang được Hino tin tưởng giao trọng trách mở rộng thêm thị trường miền Bắc – một thị trường vẫn rất tiềm năng khi hiện tại chủ yếu vẫn là xe Trung Quốc (Dongfeng, Howo) và các nhà phân phối Hino ở miền Bắc vẫn chưa làm tốt dịch vụ 3S. Vì vậy vị thế của HTL là một nhà phân phối lớn với Hino sẽ được khẳng định và củng cố (dự đoán sản lượng bán ra của Hino năm 2017 sẽ chiếm 50% tổng số xe Hino bán ở Việt Nam), điều này giúp công ty có thể đạt được những điều kiện thuận lợi trong kinh doanh sau này như: (1) duy trì tỉ suất biên lợi nhuận gộp cao so với cùng ngành phân phối xe tải, (2) hiện tại HTL đang được hưởng một khoản lợi nhuận khác khoảng 20 tỷ hàng năm do Hino thưởng và hỗ trợ cho các dealer, khoản thưởng này có thể sẽ tăng thêm vào tương lai khi mà HTL ngày càng làm tốt hơn vai trò dealer của mình, (3) có thể chiếm dụng vốn của nhà sản xuất để gia tăng quy mô nhanh hơn.

### **Triển vọng mảng kinh doanh xe nền:**

Năm 2014, chỉ tiêu Hino đặt cho HTL là 550 xe trong khi con số thực tế là 787 xe. Năm 2015 chỉ tiêu 1200 và con số thực hiện là hơn 1300. Trong năm 2016 này ban lãnh đạo sẽ nhận chỉ tiêu khoảng 1500 xe (tăng trưởng 20%/yoy). Với điều kiện thị trường như hiện nay và chúng tôi nhận thấy ban lãnh đạo của HTL luôn chủ động chọn chỉ tiêu quá thận trọng để rồi con số thực tế sẽ cao hơn tương đối nhiều. Chúng tôi tin tưởng số xe bán được của HTL năm 2016 sẽ cao hơn 1700 xe, doanh thu trung bình một chiếc là 2 tỷ sẽ tạo một bước tăng trưởng doanh thu mạnh tiếp nối đà tăng trưởng của 2015.

### **Triển vọng mảng đóng thùng, phân phối cấu và các mảng khác:**

Trong số các phụ kiện xe tải thì thùng xe là phụ kiện quan trọng và có giá trị lớn. Hiện nay, HTL đang là nhà sản xuất thùng xe tải lớn của Việt Nam với công suất 1,000 thùng/năm. Số lượng thùng này dự kiến sẽ tăng lên 3,000 thùng/năm. Sản lượng tăng mạnh trong khi mảng này có biên lợi nhuận gộp lớn (hơn 26%) sẽ là một nguồn tăng trưởng lợi nhuận của HTL trong những năm tới. Lý do số lượng thùng bán được tăng mạnh do (1) thị trường tiêu thụ ô tô tải vẫn đang tăng trưởng khi mà Việt Nam là nước kinh tế đang phát triển, hoạt động sản xuất kinh doanh trong tương lai tăng đòi hỏi số lượng xe vận tải tăng, (2) nhà nước có quy định mới chỉ thùng xe đã đăng kiểm là được phép lưu hành, HTL có trạm đăng kiểm ngay tại xưởng đóng thùng sẽ giúp công ty có thể có được các thỏa thuận đóng thùng từ những nhà phân

phối xe khác không có cơ sở đóng thùng. Hiện nay tỷ lệ thùng đang chiếm khoảng 80% số lượng xe nền bán ra, con số này trong tương lai được dự đoán sẽ tăng lên hơn 100%.

Bên cạnh mảng đóng thùng thì công ty còn là đại lý phân phối độc quyền cầu Tornado của tập đoàn Sumitomo. Mảng này những năm gần đây vẫn đang có tốc độ tăng trưởng trên 100% mỗi năm, động lực tăng trưởng đến từ nhu cầu xây dựng cơ sở hạ tầng và bất động sản của Việt Nam.

### Tỷ giá đồng Yên ảnh hưởng tới hoạt động sản xuất kinh doanh:

Thỏa thuận mua bán xe của HTL với Hino Motors được quy định bằng đồng Yên. Năm 2015 chứng kiến đồng Yên tụt giá mạnh đã có lợi cho công ty khiến biên lợi nhuận gộp tăng so với năm 2014 vì giá bán xe của HTL không giảm trong khi giá nhập xe lại được hưởng lợi vì đồng yên mất giá. Rủi ro đồng Yên tăng giá trở lại có thể gây bất lợi cho HTL, tuy nhiên rủi ro này là thấp vì hiện tại HTL đang là nhà phân phối lớn nhất của Hino với vị thế này công ty có thể hạn chế rủi ro tỉ giá, giá nhập sẽ ko thể gây ảnh hưởng quá mạnh tới biên lợi nhuận gộp của công ty.

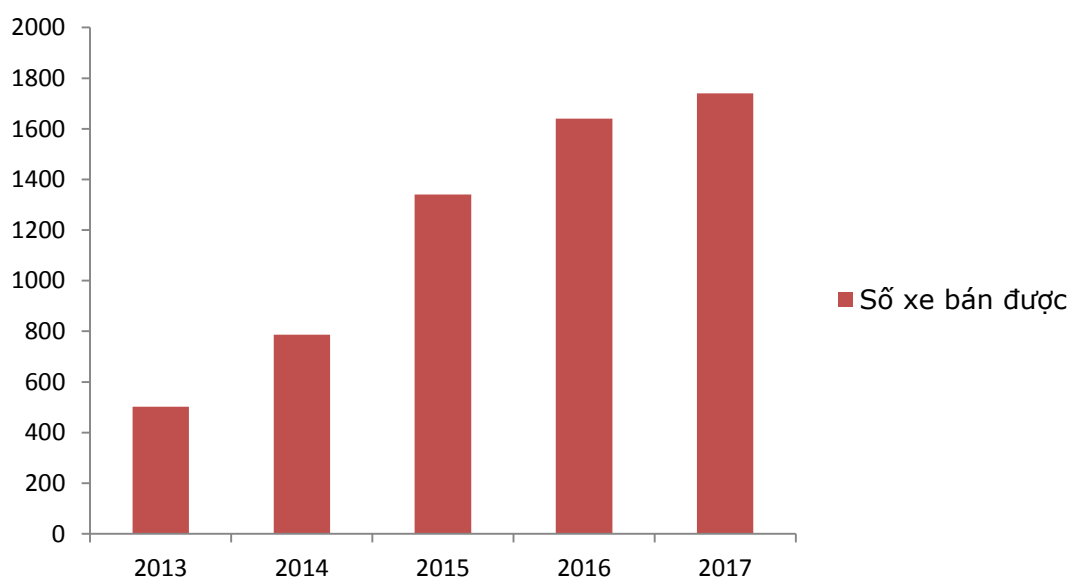
## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

### Kết quả hoạt động kinh doanh

Đơn vị: Tỷ đồng	2012	2013	2014	2015
DTT	239.185	587.365	1,031.337	1,739.959
+/- yoy		246%	76%	69%
Lợi nhuận gộp	22.423	48.466	88.226	199.474
+/- yoy		30%	149%	63%
LNST (tỷ đồng)	4.062	25.234	73.309	171.400
+/- yoy		-53%	521%	114%
EPS	425	2,638	7,807	11,141

Doanh thu của HTL 2 năm 2013 và 2014 đều tăng trưởng đột biến tốc độ tăng lần lượt đạt 145.6% và 75.6%. Doanh thu tăng trưởng mạnh do số lượng xe của Hino tăng cao vì: (1) xu hướng dịch chuyển từ xe Trung Quốc sang xe cao cấp của các công ty vận tải, (2) chính sách siết tải trọng làm tăng nguồn cung trong ngắn hạn, (3) nền kinh tế vẫn đang giai đoạn mới phát triển nên cơ sở hạ tầng và giao thông vận tải đang được ưu tiên đi đầu.

### Số xe bán qua các năm





Số lượng xe năm 2016 dự tính vẫn sẽ tiếp tục tăng trưởng bởi những động lực tăng trưởng giống như quá khứ tuy nhiên số lượng xe bán được sẽ chỉ tăng thêm khoảng 300 xe thấp hơn so với 2015 (hơn 500 xe) là bởi năm 2016 chính sách siết tải trọng không còn mới mẻ nữa và sẽ không đóng góp vào động lực tăng trưởng cho ngành vận tải.

Biên lợi nhuận gộp của HTL năm 2015 đã tăng mạnh từ 8.55% năm 2014 lên 11.46% năm 2015 do: đồng Yên giảm giá mạnh, trong khi xe tải được mua bằng đồng Yên khiến giá vốn hàng bán giảm, tuy nhiên giá mua xe không giảm do thị trường chứng kiến một đợt cầu tăng mạnh. Năm 2016 trước rủi ro đồng Yên sẽ tăng giá trở lại làm ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận gộp giảm, chúng tôi nhận định rằng rủi ro này không quá đáng ngại và sẽ giảm bớt vì: (1) công ty là nhà phân phối đứng thứ nhất Việt Nam của Hino nên có khả năng mặc cả giá hơn, (2) thị trường vẫn đang ở tình trạng cần nhiều xe tải cao cấp, (3) mảng kinh doanh thùng xe với biên lợi nhuận gộp hơn 26% nhờ quy định cần phải đăng kiểm sẽ tạo động lực tăng trưởng cho HTL.

### Chỉ số tài chính

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E
<b>Khả năng thanh toán</b>					
Thanh toán hiện hành	1.74	1.68	1.38	1.50	1.55
Thanh toán nhanh	0.81	0.71	0.58	0.70	0.74
Thanh toán nợ ngắn hạn	0.54	0.28	0.34	0.37	0.41
<b>Cấu trúc tài chính</b>					
Tài sản ngắn hạn/Tổng tài sản	0.56	0.60	0.76	0.85	0.88
Nợ phải trả/Tổng nguồn vốn	0.35	0.37	0.55	0.57	0.57
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0.55	0.60	1.26	1.33	1.32
<b>Hiệu quả hoạt động</b>					
Vòng quay tổng tài sản	1.38	1.71	3.17	3.61	3.91
Vòng quay khoản phải thu	15.33	15.31	21.90	15.99	16.32
Vòng quay hàng tồn kho	4.14	4.53	5.45	6.26	6.53
Vòng quay khoản phải trả	5.59	12.56	5.77	8.72	7.89
<b>Tỷ suất sinh lời</b>					
Lợi nhuận trước thuế/Doanh thu thuần	4.39%	1.70%	4.30%	7.11%	9.85%
Lợi nhuận sau thuế/Doanh thu thuần	3.81%	1.42%	3.59%	6.06%	7.68%
ROA	5%	2%	11%	22%	25%
ROE	8%	4%	22%	50%	58%

**Vòng quay hàng tồn kho:** Số ngày hàng tồn kho của HTL vẫn giảm qua các năm từ 88 ngày năm 2011 xuống còn 58 ngày năm 2014. Số ngày vòng tồn kho giảm là do doanh thu tăng đột biến những năm qua trong khi công ty không chủ động tăng quy mô hàng tồn kho dẫn tới số ngày quay vòng vốn giảm. Đây là một dấu hiệu tốt của công ty. Số ngày hàng tồn kho của công ty có thể sẽ tăng trong tương lai khi mà những điểm trung tâm 3S mới được mở ra.

**Khả năng thanh toán:** Công ty có chỉ số thanh toán tương đối lành mạnh khi mà chỉ số thanh toán hiện hành và thanh toán nhanh đều lớn hơn 1. Các chỉ số này đang cho thấy hoạt động của HTL chưa có rủi ro thanh toán.

**Cấu trúc tài chính:** Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản tăng từ 55% lên 57% là một dấu hiệu tốt cho thấy cán cân giữa nhà phân phối và sản xuất đang có lợi thế

ngiên dần về phía HTL, công ty chiếm dụng được nhiều vốn của nhà sản xuất hơn dẫn tới kinh doanh hiệu quả hơn.

#### So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

	HTL	HHS	HAX	SVC	TMT
<b>Giá trị vốn hóa</b>	1,160	2,610	196	1,061	1,612
<b>EPS</b>	17,740	2,560	2,320	3,640	6,870
<b>BV</b>	21,760	11,570	10,910	41,410	12,560
<b>P/E</b>	8.17	4.37	7.63	11.67	7.71
<b>Nợ/Tổng vốn</b>	57%	48%	58%	63%	73%
<b>ROE</b>	50%	22%	17%	9%	19%
<b>ROA</b>	22%	13%	7%	3%	7%
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	9%	13%	3%	6%	12%
<b>Biên lợi nhuận ròng</b>	6%	10%	1%	1%	5%
<b>Doanh thu (tỷ VNĐ)</b>	1,053	1,424	248	7,930	1,368

**HTL mặc dù có biên lợi nhuận kém HHS và TMT nhưng lại là cổ phiếu hoạt động hiệu quả nhất dựa trên đánh giá chỉ số ROE.** Mặc dù có giá trị vốn hóa chỉ bằng một nửa so với HHS và TMT nhưng quy mô doanh thu của HTL không kém quá nhiều so với 2 đối thủ.

So sánh với TMT vì công ty này trực tiếp lắp ráp cần đầu tư trang thiết bị và hệ thống nhà xưởng nên phải sử dụng đòn bẩy. Đối với một ngành có chu kỳ như ngành ô tô thì việc sử dụng đòn bẩy sẽ làm tăng rủi ro của công ty. HTL mặc dù có tỉ lệ nợ/ tổng tài sản hơn 50% nhưng đây đều không phải nợ vay ngân hàng vì vậy công ty không có rủi ro từ việc sử dụng đòn bẩy. Tỷ lệ 58% của HTL cao hơn 48% của HHS lúc này lại là điểm cộng vì chiếm dụng được vốn của nhà sản xuất nhiều hơn.

HHS nhập xe trực tiếp từ nhà sản xuất Trung Quốc không thông qua chi nhánh sản xuất của hãng xe như HTL vì vậy biên lợi nhuận gộp có phần cao hơn so với trung bình. Tuy nhiên lợi thế này khó tiếp diễn trong tương lai vì: (1) xe Trung Quốc không được ưa chuộng sẽ phải chịu cạnh tranh từ dòng cao cấp, (2) các chính sách của chính phủ không ủng hộ xe nhập nguyên chiếc và dòng xe Trung Quốc, thuế đánh vào các mặt hàng này ngày càng gây bất lợi cho bên phân phối.

#### **TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP**

HTL đã có những bước tăng trưởng ấn tượng trong quá khứ, và hiện tại sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh. Ước tính lợi nhuận sau thuế của 2015 và 2016 lần lượt đạt 133.69 , 156.75 tỷ VNĐ là bởi:

- Thị trường ô tô tải được hưởng lợi do chu kỳ kinh tế.
- Xu hướng dịch chuyển dòng xe tải Trung Quốc sang xe tải cao cấp.
- Số lượng xe của HTL sẽ tăng trưởng mạnh từ 787 lên 1740 năm 2017 Do nguyên nhân khách quan từ thị trường và kế hoạch mở rộng các trung tâm 3S ở miền Trung, Bắc.
- Mạng kinh doanh thùng xe được hưởng lợi từ chính sách yêu cầu phải đăng kiểm.

Doanh thu và lợi nhuận của HTL được dự phóng như dưới đây.

**Dự phóng doanh thu**

<b>Đơn vị: Tỷ đồng</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Xe nền	1,515.992	1,855.393	1,968.527	2,081.660	2,194.794
Thùng xe	157.872	234.612	261.363	290.203	321.274
Cầu Tadano	11.492	18.737	20.611	22.672	24.939
Dịch vụ sửa chữa	49.053	63.183	67.030	70.876	74.723
Khác	5.549	2.226	2.362	2.498	2.634
Tổng doanh thu	1,739.959	2,174.151	2,319.892	2,467.910	2,618.363
LNST	133.692	156.754	150.100	160.283	170.899

**ĐỊNH GIÁ, KHUYẾN NGHỊ**

Đối với cổ phiếu HTL, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá DCF.

**DCF**

<b>Đơn vị: Tỷ đồng</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Doanh thu	1,739.959	2,174.151	2,319.892	2,467.910	2,618.363
LNST	133.692	156.754	150.100	160.283	170.899
Lãi suất (1-T)	114,158	136,510	129,786	139,898	150,443
Khấu hao TSCĐ	5,465	5,841	6,411	7,267	7,433
Dòng tiền tự do (FCFF)	74,457	118,697	110,203	137,325	152,946
Giá trị hiện tại (NPV)	64,572	89,024	71,481	77,033	74,169
Giá trị DN sau 2020					1,077,670
Giá trị doanh nghiệp					1,525,389
Giá trị nợ					-
Tỷ lệ pha loãng					
Số lượng cổ phiếu					8,000,000
Giá trị cổ phiếu (đồng)					190,674

**Khuyến nghị**

Giá mục tiêu của HTL là 191,000 đồng, chênh lệch 32% so với mức giá hiện tại 145,000 ngày 07/01/2015 . Với mức định giá này, chúng tôi khuyến nghị MUA với mã cổ phiếu HTL.

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: Phạm Việt Duy

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**

**PHẠM VIỆT DUY**

Trưởng phòng Phân tích

Chuyên viên Phân tích

[trangvtt@apec.com.vn](mailto:trangvtt@apec.com.vn)

[duyvp@apec.com.vn](mailto:duyvp@apec.com.vn)

Tel: (84- 4) 3573 0200 – 692

Tel: (84- 4) 3573 0200 – 649