BAOVIET Securities

Ngành Y tế

Báo cáo giới thiệu cơ hội đầu tư

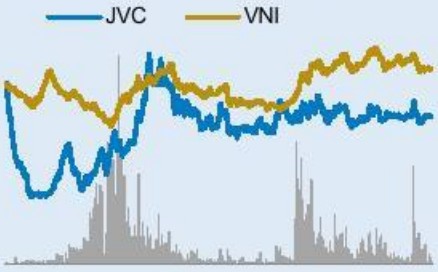
23 tháng 9, 2013

Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VND)	25.275
Giá thị trường (23/9/2013)	19.600
Lợi nhuận kỳ vọng	29%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	17.500-22.300
Vốn hóa	939 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	49.407.599 CP
KLGD bình quân 10 ngày	83.691 CP
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.500 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	7,9%
Beta	0,75

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
JVC	-4%	-2%	2%	-6%
VN-Index	14%	-2%	-3%	-3%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thu Hà

(84 4) 3928 8080 ext 608

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Thiết bị Y Tế Việt Nhật

Mã giao dịch: JVC Reuters: JVC.HM Bloomberg: JVC VN

Tiềm năng tăng trưởng lớn

Điểm nhấn đầu tư.

- **Đứng đầu về cung cấp thiết bị chẩn đoán hình ảnh, với thị phần đạt 40%** (chủ yếu là thiết bị của Hitachi). Đứng thứ hai là Siemens với khoảng 30% thị phần. Các đối thủ cạnh tranh chính của JVC là GE, Siemens (đối với máy MRI và CT), Shimadzu (XQuang), Aloka (máy siêu âm).

- **Mô hình kinh doanh đơn cấp đem lại nhiều ưu thế đặc biệt cho JVC.** Theo hợp đồng đại lý giữa Hitachi và JVC, JVC làm việc trực tiếp với Hitachi tại Nhật Bản qua đó giảm bớt được nhiều tầng chi phí, mua được nguồn hàng với giá tốt nhất cũng như thương lượng trực tiếp với Hitachi để có chính sách hỗ trợ tốt về giá, điều kiện thanh toán, ưu đãi trả chậm.

- **Định giá hấp dẫn.** JVC hiện đang giao dịch ở P/E 4,45 lần và mức giá kỳ vọng là 25.275 đồng/cổ phần, cao hơn 29% so với mức giá hiện tại.

- **Dịch vụ sau bán hàng tốt giúp JVC duy trì và mở rộng hoạt động kinh doanh.** JVC luôn có kỹ thuật viên trực đối với từng máy móc, thiết bị để đảm bảo thời gian hoạt động tối đa cho thiết bị, đồng thời cung cấp dịch vụ bảo dưỡng sửa chữa nhanh chóng. Ngoài ra, hàng tháng có nhân viên kinh doanh xuống làm việc với bệnh viện.

Rủi ro trọng yếu.

BVSC cho rằng có 3 rủi ro trọng yếu đối với JVC trong giai đoạn tới: 1) Phụ thuộc vào một nhà phân phối; 2) Vay nợ ngắn hạn ở mức cao; 3) Rủi ro về chính sách liên quan đến khung giá dịch vụ y tế do Bộ Y tế ban hành.

Khuyến nghị.

JVC là công ty hàng đầu trong lĩnh vực cung cấp trang thiết bị chẩn đoán hình ảnh, đã thiết lập được mối quan hệ đối tác với mạng lưới các bệnh viện công, bệnh viện và phòng khám tư trên cả nước và là đại lý phân phối chính thức của nhiều hãng thiết bị y tế hàng đầu thế giới. Hiện JVC đang chịu rủi ro về khoản vay nợ tương đối lớn, tuy nhiên chúng tôi cho rằng rủi ro này sẽ sớm được giải quyết từ cuối năm 2013 đến giữa năm 2014. Cổ phiếu JVC đang được giao dịch ở mức P/E khá hấp dẫn 4,45 lần, mức giá kỳ vọng chúng tôi xác định vào khoảng 25.275 đồng/cổ phần.

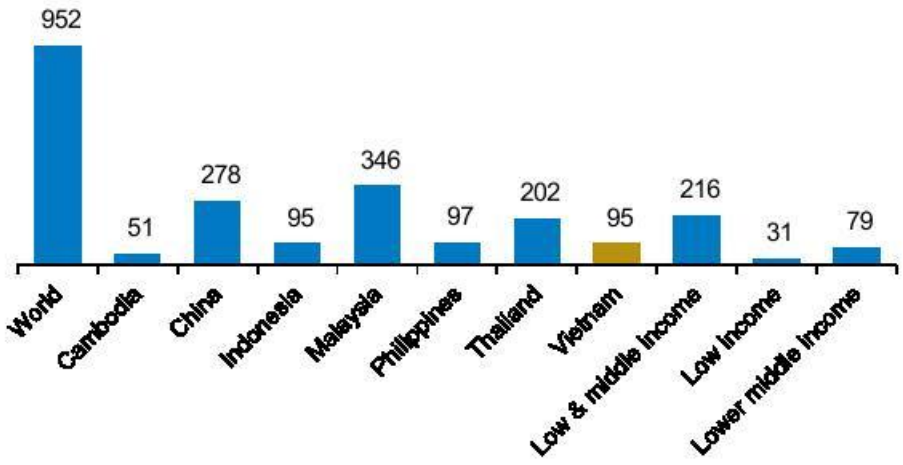
Một số chỉ tiêu tài chính của JVC

Chỉ số tài chính	2009	2010	2011	2012	2013F
Doanh thu (triệu đồng)	182.915	421.755	605.381	761.740	906.729
EBITDA (triệu đồng)	74.597	155.027	253.108	323.050	387.607
EBIT (triệu đồng)	43.632	110.067	202.093	266.301	311.918
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	33.307	76.598	134.806	170.076	191.939
EPS (đồng/cổ phần)	55.511	3.165	5.570	4.802	4.404
P/E (x)	0,34	6,00	3,41	3,96	4,45
P/B (x)	0,25	1,59	1,22	0,96	n/a
ROA (%)	8%	16%	18%	13%	n/a
ROE (%)	72%	26%	36%	24%	n/a

Điểm nhấn đầu tư

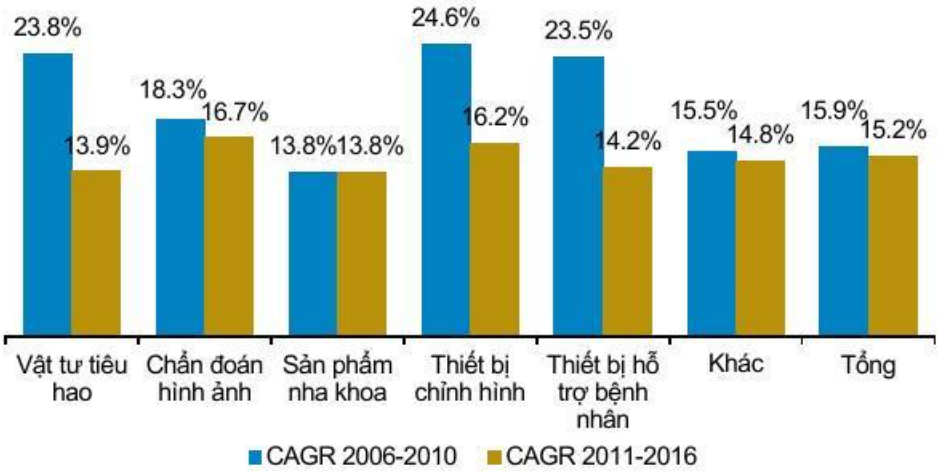
Tiềm năng tăng trưởng ngành thiết bị y tế lớn. Hiện tại, chi phí cho y tế tại Việt Nam vẫn ở mức tương đối thấp so với các quốc gia trong khu vực. Chi phí y tế bình quân đầu người tại Việt Nam năm 2011 là 95USD, trong khi của Thái Lan và Malaysia lần lượt là 202USD và 346USD. Bên cạnh đó, hầu hết các máy móc và thiết bị y tế tại các bệnh viện tuyến tỉnh và tuyến huyện đều đã rất lạc hậu. Giống như nhiều quốc gia trên thế giới, Việt Nam chưa thể sản xuất các thiết bị y tế kỹ thuật cao, mà 90% thiết bị y tế tại Việt Nam phải nhập khẩu từ các quốc gia như Nhật Bản, Mỹ, Đức… Do đó, nhu cầu nhập khẩu máy móc thiết bị tại Việt Nam trong những năm tới nhằm nâng cấp và cải tạo hệ thống bệnh viện trên toàn quốc là rất lớn. Theo Espicom Business Intelligence, ngành thiết bị y tế Việt Nam dự kiến tăng trưởng 15,2% trong giai đoạn 2011-2016. Trong đó, các thiết bị chẩn đoán hình ảnh sẽ đạt mức tăng trưởng cao nhất, khoảng 16,7%. Hiện tại, chi ngân sách dự kiến cho ngành y tế năm 2013 là khoảng 21.000 tỷ đồng (1 tỷ USD) và tổng vốn cam kết theo các dự án đang hoạt động và dự kiến hoạt động về y tế của World Bank tại Việt Nam là khoảng 839 triệu USD.

Chi phí y tế bình quân đầu người 2011 (USD/người/năm)



Nguồn: World Bank

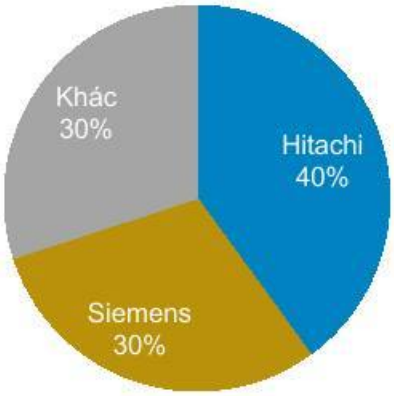
Tăng trưởng ngành thiết bị y tế Việt Nam



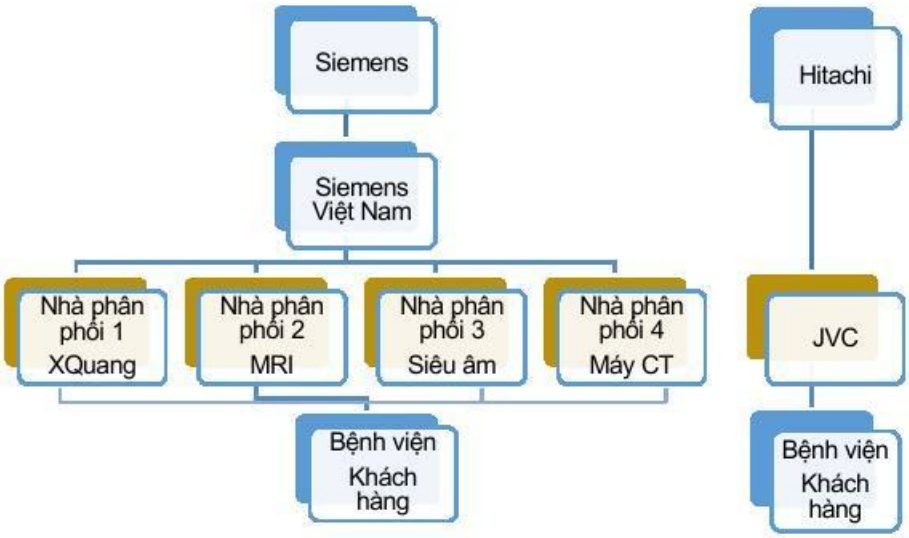
Nguồn: Espicom Business Intelligence

Đứng đầu về cung cấp thiết bị chẩn đoán hình ảnh, với thị phần đạt 40%. JVC là đại lý phân phối hoặc đại lý phân phối chính thức các thiết bị y tế cho khoảng 50 hãng, trong đó JVC gần như là nhà phân phối độc quyền cho 20 hãng. Thị phần của JVC trên thị trường cung cấp thiết bị y tế tại Việt Nam đạt khoảng 40% (chủ yếu là thiết bị của Hitachi). Đứng thứ hai là Siemens với khoảng 30% thị phần. Các đối thủ cạnh tranh chính của JVC là GE, Siemens (đối với máy MRI và CT), Shimadzu (XQuang), Aloka (máy siêu âm).

Thị phần cung cấp thiết bị y tế tại Việt Nam



Mô hình kinh doanh đơn cấp đem lại nhiều ưu thế đặc biệt cho JVC. Hitachi và JVC có hình thức kinh doanh tương đối khác so với các đối thủ cạnh tranh. Theo hợp đồng đại lý giữa Hitachi và JVC, JVC làm việc trực tiếp với Hitachi tại Nhật Bản và mọi đơn hàng của bệnh viện và khách hàng đối với sản phẩm Hitachi đều được thực hiện thông qua JVC. Trong khi đó, đối với những hãng khác, các nhà phân phối sẽ phải làm việc với văn phòng đại diện của hãng tại Việt Nam và mỗi nhà phân phối chỉ chuyên về một vài loại thiết bị nhất định. Do làm việc trực tiếp với Hitachi Nhật Bản, JVC giảm bớt được nhiều tầng chi phí, trong khi đó có thể mua được nguồn hàng với giá tốt nhất cũng như thương lượng trực tiếp với Hitachi để có chính sách hỗ trợ tốt về giá, điều kiện thanh toán, ưu đãi trả chậm. Năm 2013, Hitachi đã cấp cho JVC gói ưu đãi trả chậm trị giá 8 triệu USD trong 3 năm. Ngoài ra, JVC còn cung cấp luôn vật tư tiêu hao như phim, giấy in,… của các hãng Kodak, Fuji, Konica trong khi những công ty khác phải mua vật tư tiêu hao hoặc bệnh viện mua.



Điều này đem lại cho JVC ba lợi thế lớn:

- **Khả năng cung cấp các sản phẩm dưới hình thức các hệ thống đồng bộ**, hoàn thiện và có khả năng trang bị toàn diện cho cả một bệnh viện. Trong khi đó, các nhà phân phối thiết bị y tế khác chỉ cung cấp một hệ thống đơn lẻ, tính tương thích về mặt dữ liệu giữa các hệ thống thiết bị chẩn đoán có thể gây khó khăn cho người vận hành, xử lý thông tin.
- **Đảm bảo thời gian thu hồi vốn 1,5 – 2 năm**. Là đại lý của Hitachi, JVC nhận được các hỗ trợ về giá, do đó, đảm bảo được thời gian thu hồi vốn là 1,5 đến 2 năm.
- **Biên lợi nhuận cao.** Trong hai năm 2011-2012, JVC duy trì biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận thuần ở mức 39% và 22%, so với mức 22% và 3% của các công ty trong ngành.

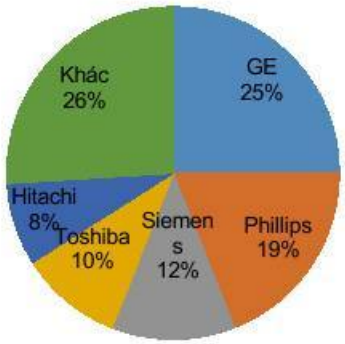
Dịch vụ sau bán hàng tốt giúp JVC duy trì và mở rộng hoạt động kinh doanh. Từ các dự án đầu tư liên kết, JVC đã hình thành mạng lưới đối tác với các bệnh viện Việt Đức, Bạch Mai, Viện K, Viện E, Viện Mắt. Chấn Thương Chỉnh Hình, Chợ Rẫy, Thống Nhất…JVC luôn có kỹ thuật viên trực đối với từng máy móc, thiết bị để đảm bảo thời gian hoạt động tối đa cho thiết bị, đồng thời cung cấp dịch vụ bảo dưỡng sửa chữa nhanh chóng. Ngoài ra, hàng tháng có nhân viên kinh doanh xuống làm việc với bệnh viện. Do đó, JVC luôn theo sát hoạt động của bệnh viện và nắm bắt kịp thời nhu cầu đầu tư máy móc, trang thiết bị của bệnh viện.

Định giá hấp dẫn. JVC hiện đang giao dịch ở P/E 4,45 lần và mức giá kỳ vọng là 25.275 đồng/cổ phần, cao hơn 29% so với mức giá hiện tại.

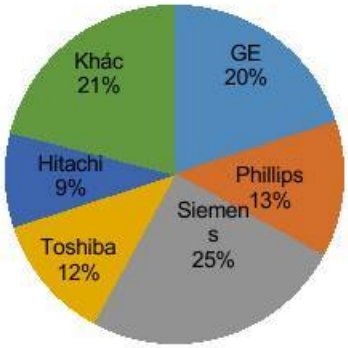
Rủi ro đầu tư

Phụ thuộc vào một nhà cung cấp. Mặc dù JVC có lợi thế lớn về mối quan hệ với mạng lưới các bệnh viện trên toàn quốc, nhưng hiện tại JVC đang có sự phụ thuộc khá lớn vào một nhà cung cấp chính là Hitachi Nhật Bản. Khoảng 70% doanh thu từ hoạt động bán hàng truyền thống của JVC (tức là khoảng 60% tổng doanh thu của JVC) là từ Hitachi. Việc phụ thuộc quá nhiều vào một nhà cung cấp sẽ đem lại rủi ro lớn cho JVC khi Hitachi có bất kỳ thay đổi nào về chính sách kinh doanh và hợp đồng đại lý cũng như khi Hitachi mất vị thế hàng đầu về thiết bị chẩn đoán hình ảnh trên thị trường Việt Nam, hoặc có sự thay đổi về thị hiếu tiêu dùng chuyển dịch sang các sản phẩm hàm lượng công nghệ cao mà Hitachi chưa đáp ứng được. Hiện tại nhu cầu về máy móc của Hitachi một phần là do các dự án của JICA trong đó yêu cầu về thiết bị sử dụng phải là thiết bị của Nhật Bản. Xét về thị phần trên toàn thế giới, GE, Phillips và Siemens mới là ba nhà cung cấp hàng đầu về trang thiết bị chẩn đoán hình ảnh.

Thị phần máy siêu âm trên thế giới 2011



Thị phần máy MRI trên thế giới 2011



Vay nợ ngắn hạn ở mức cao. Do các khoản phải thu tăng mạnh trong năm 2011 và 2012, JVC đã phải vay nợ ngắn hạn tương đối lớn để tài trợ nhu cầu vốn vốn lưu động, dẫn tới chi phí lãi vay tăng lần lượt 184% và 77% trong năm 2011 và 2012. Với số dư nợ ngắn hạn đến thời điểm 30/6/2013 vẫn còn 419 tỷ đồng, chiếm khoảng 27% tổng tài sản của JVC, chi phí tài chính cho năm 2013 dự kiến tiếp tục ở mức cao. Các khoản vay này có lãi suất từ 8,5 – 13,7%, như vậy chi phí lãi vay cho năm 2013 ước tính vào khoảng 56 tỷ đồng, tăng 44% so với năm 2012. Tuy nhiên, với số vốn huy động từ đợt phát hành riêng lẻ và các khoản phải thu dự kiến sẽ giảm mạnh cuối năm 2013, chúng tôi kỳ vọng tình hình vay nợ của JVC sẽ được cải thiện trong những năm tới.

Rủi ro về chính sách. Hiện tại, JVC đang đầu tư liên kết với các bệnh viện, theo đó, JVC sẽ đầu tư máy móc thiết bị, và doanh thu sẽ được chia theo tỷ lệ 7:3, 6:4,.. tùy theo từng hợp đồng. Do đó, doanh thu của JVC sẽ phụ thuộc vào khung giá các dịch vụ y tế do Bộ Y tế quy định. Trong 6 tháng đầu năm 2013, Bộ Y tế đã điều chỉnh giảm giá thu đối với một số dịch vụ sử dụng máy móc mà JVC cung cấp, ví dụ như các máy CT dưới 32 lát có giá thu trước đây từ 800.000 đến 1.000.000 đồng đã giảm xuống còn khoảng 500.000 đồng. Do vậy, doanh thu từ đầu tư liên kết của JVC trong nửa đầu năm 2013 đã giảm 9% so với cùng kỳ và biên lợi nhuận gộp của mảng này chỉ còn 25%.

Chiến lược phát triển

Đẩy mạnh mảng đầu tư liên kết, với mục tiêu phủ sóng hết các bệnh viện đa khoa tỉnh và khu vực đối với tất cả các loại trang thiết bị y tế. Hiện tại, JVC đã liên kết được với hơn 100 bệnh viện trên cả nước tại các tỉnh thành: Hà Nội, Thái Nguyên, Vĩnh Phúc, Hải Phòng, Ninh Bình, Hồ Chí Minh... để đặt các máy cho thuê và liên kết đầu tư. Ngoài ra, Công ty còn tự tổ chức đầu tư các bệnh viện, đầu tư trang thiết bị máy móc kỹ thuật cao để tổ chức khám và chữa bệnh. Với lợi thế là nhà phân phối đầu mối, hoạt động đầu tư liên kết đã đem đến cho công ty nguồn thu ổn định và biên lợi nhuận gộp rất cao (bình quân 50%), JVC định hướng sẽ tiếp tục đẩy mạnh mảng đầu tư liên kết, tiến tới phủ sóng toàn bộ các bệnh viện đa khoa tỉnh, huyện và khu vực. Với hai dự án liên kết lớn về thiết bị điều trị ung thư tại Bệnh Viện K và Bệnh Viện Việt Đức Hà Nội, chúng tôi cho rằng doanh thu từ mảng này sẽ tăng trưởng tốt trong 5 năm tới, dự kiến đóng góp 13-15% tổng doanh thu của JVC năm 2017 so với mức 11% hiện tại.

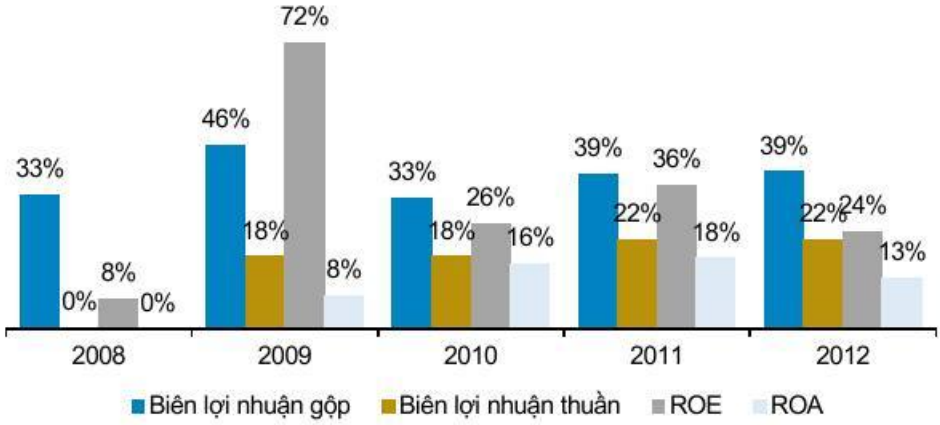
Thay đổi mô hình bán thiết bị y tế và vật tư tiêu hao trong mảng kinh doanh truyền thống. Trước đây, JVC kinh doanh từ Hà Nội và Sài Gòn tỏa đi các tỉnh. Hiện nay, các sản phẩm mà JVC cung cấp đã phong phú hơn nên JVC đã triển khai mô hình kinh doanh mới: tại mỗi tỉnh, JVC tuyển một nhân viên cắm chốt tại các tỉnh để đại diện cho JVC kết nối với Công ty CP Thiết bị Vật tư Y tế của tỉnh đó. Công ty này chính là đơn vị đầu mối thu mua các thiết bị y tế từ Hà Nội và các nhà cung cấp để bán cho tỉnh đó.Mô hình mới này có thể tạo điều kiện tốt hơn cho JVC trong việc thâm nhập các tỉnh, huyện, phát triển thị trường và mở rộng quan hệ. Thông qua đó phần nào giúp JVC có ưu thế trong việc đấu thầu trực tiếp tại các Sở trực thuộc địa phương đối với các dự án ODA, JICA, World Bank.

Triển khai ký hợp đồng với Philips. Với việc Bộ Y tế điều chỉnh giảm giá thu đối với những máy CT dưới 32 lát và tăng giá đối với những máy trên 32 lát, JVC hướng tới tập trung cung cấp những máy trên 32 lát và những máy móc hiện đại hơn. Do đó, JVC đang triển khai ký hợp đồng với Phillips đối với những thiết bị mà Hitachi chưa có. Đây là những thiết bị công nghệ cao hơn như máy chụp CT 256 lát. Khung giá do Bộ Y tế quy định đối với việc chiếu chụp sử dụng những thiết bị này thường cao hơn từ 60% đến trên 100% so với những thiết bị công nghệ cũ. Do vậy, việc cung cấp các thiết bị công nghệ cao có thể giúp JVC cải thiện doanh thu từ mảng đầu tư liên kết.

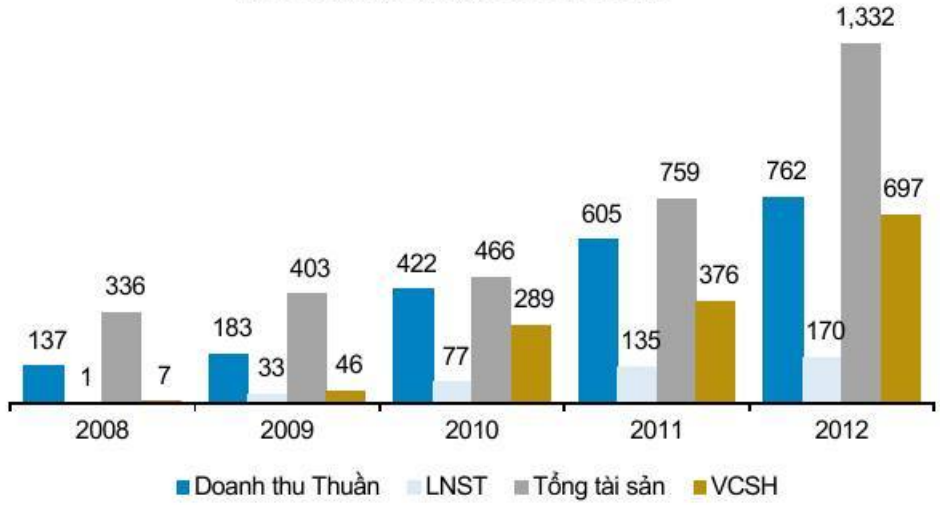
Tình hình tài chính

Tăng trưởng nhanh với khả năng sinh lời cao. JVC có tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận mạnh mẽ trong 5 năm vừa qua, với hệ số CAGR DTT, LNST, TTS và VCSH lần lượt là 54%, 325%, 41% và 217%. Các chỉ tiêu về khả năng sinh lời duy trì ở mức cao nhưng có sự biến động giữa các năm theo chu kỳ 2 năm do cứ khoảng 2 năm, sau khi thu hồi vốn, JVC sẽ tiếp tục đầu tư và trích khấu hao nhanh. Do đó, biên lợi nhuận gộp trong năm bắt đầu đầu tư sẽ thấp hơn, sau đó tăng dần trong các năm sau.

Các chỉ tiêu về khả năng sinh lời JVC 2008 -2012



Kết quả hoạt động JVC 2008-2012

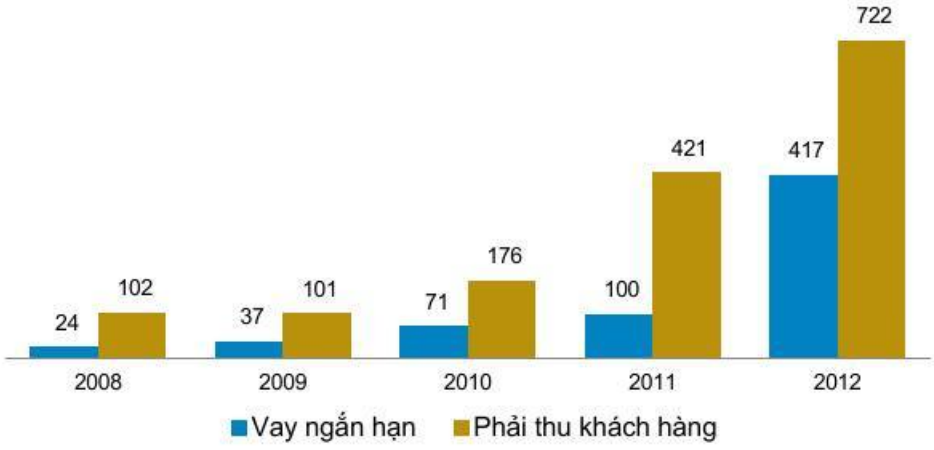


Các khoản phải thu

Các khoản phải thu tăng mạnh trong hai năm 2011 và 2012. Tính đến 31/12/2012, phải thu khách hàng của JVC là 722 tỷ đồng, tăng 71,4% so với năm 2011, chiếm 54% tổng tài sản. Trong đó, có khoảng 80% là các khoản phải thu từ các dự án cung cấp thiết bị y tế lớn của Bộ Y tế và các dự án tài trợ của các tổ chức quốc tế. Những khoản này cần khoảng 1-3 tháng để thu hồi kể từ lúc nghiệm thu. Phần còn lại là các khoản ưu đãi trả chậm 2 năm mà JVC đã cấp cho một số bệnh viện tư và phòng khám tư trong năm 2010-2011, do đó, thời hạn thu hồi những khoản này là đến cuối năm 2013. Theo JVC, đến giữa tháng 9/2013, số dư các khoản phải thu là 290 tỷ đồng, trong đó phần trả chậm cho những khách hàng tư còn khoảng 100 tỷ. JVC hiện đang đẩy mạnh thu hồi các

khoản trả chậm này và dự kiến sẽ thu được toàn bộ vào cuối năm 2013 do các bệnh viện phụ thuộc vào nguồn cung cấp dịch vụ sửa chữa,bảo trì và vật tư tiêu hao của JVC. Do đó, dự kiến đến cuối năm 2013, các khoản phải thu của JVC sẽ được cải thiện đáng kể.

Phải thu khách hàng và vay ngắn hạn của JVC



Triển vọng 2013 và kế hoạch kinh doanh trong những năm tới

Chúng tôi ước tính năm 2013 JVC có thể đạt 906 tỷ đồng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế đạt 192 tỷ đồng, tăng trưởng khoảng 19% về doanh thu và 13% về lợi nhuận so với năm 2012 dựa trên các giả định sau:

- Hoạt động bán thiết bị và vật tư tiêu hao đạt mức tăng trưởng 20% do trong năm 2013, JVC bắt đầu cung cấp thiết bị và vật tư tiêu hao cho dự án Hỗ trợ quản lý rác thải bệnh viện của World Bank với tổng mức đầu tư 150 triệu đô và vốn đối ứng 15 triệu đô. Dự án này dự kiến kéo dài 6-7 năm. Doanh thu của JVC từ dự án này trong năm 2013 ước tính khoảng 100 tỷ đồng. Bên cạnh đó, mảng kinh doanh thương mại truyền thống thông qua nguồn ngân sách hàng năm của tỉnh và vốn tự có của bệnh viện dự kiến vẫn được duy trì ổn định.
- Doanh thu từ hoạt động đầu tư liên kết dự kiến tăng 12%. Hai dự án đầu tư liên kết tại bệnh viện Việt Đức và viện K dự kiến bàn giao máy vào tháng 10, do đó, doanh thu từ hai dự án này trong năm 2013 ước tính khoảng 19 tỷ đồng. Tuy nhiên, do Bộ Y tế mới điều chỉnh giảm giá thu đối với một số dịch vụ y tế mà JVC đầu tư, phần doanh thu đối với hoạt động đầu tư liên kết tại những bệnh viện khác sẽ giảm nhẹ.
- Doanh thu từ khám bệnh lưu động được giả định tăng trưởng 10%.
- Biên lợi nhuận thuần được giả định ở mức 21%, giảm nhẹ so với năm 2012 do biên lợi nhuận hoạt động đầu tư liên kết giảm.

Trong những năm tới, chúng tôi cho rằng JVC vẫn có tiềm năng tăng trưởng tốt nhờ một số nguồn thu ổn định: dự án liên kết với viện K và bệnh viện Việt Đức dự kiến đóng góp khoảng 77 tỷ đồng vào doanh thu liên kết của JVC trong vòng 6 năm đầu thực hiện dự án, dự án hỗ trợ quản lý rác thải của World Bank dự kiến kéo dài 6-7 năm. Bên cạnh đó, khi hai dự án liên kết viện K và bệnh viện Việt Đức đã đi vào hoạt động ổn định, biên lợi nhuận của mảng đầu tư liên kết của JVC sẽ được cải thiện.

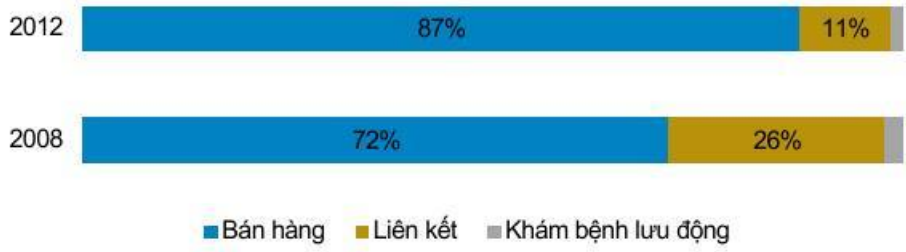
Khuyến nghị

JVC là công ty hàng đầu trong lĩnh vực cung cấp trang thiết bị chẩn đoán hình ảnh, đã thiết lập được mối quan hệ đối tác với mạng lưới các bệnh viện công, bệnh viện và phòng khám tư trên cả nước và là đại lý phân phối chính thức của nhiều hãng thiết bị y tế hàng đầu thế giới. Hiện JVC đang chịu rủi ro về khoản vay nợ tương đối lớn, tuy nhiên chúng tôi cho rằng rủi ro này sẽ sớm được giải quyết từ cuối năm 2013 đến giữa năm 2014. Cổ phiếu JVC đang được giao dịch ở mức P/E khá hấp dẫn 4,45 lần, mức giá kỳ vọng chúng tôi xác định vào khoảng 25.275 đồng/cổ phần.

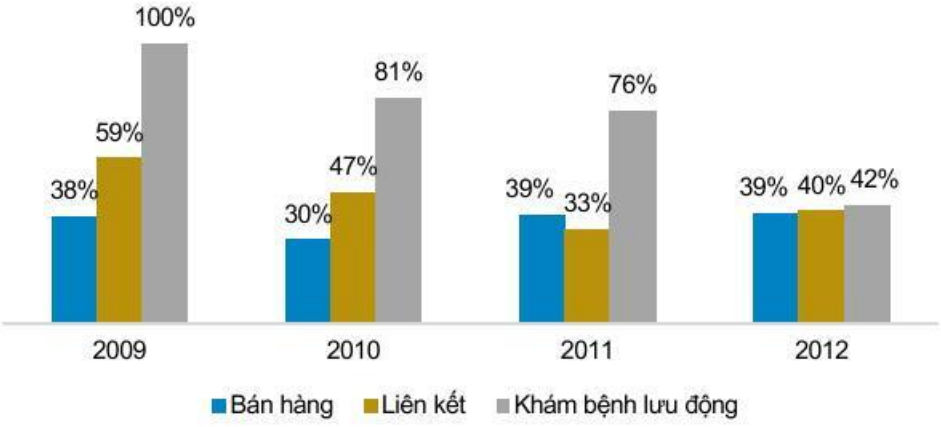
Một số thông tin cơ bản về hoạt động của JVC

Sơ lược về công ty. JVC được thành lập năm 2001 với vốn điều lệ ban đầu là 6 tỷ đồng với ngành nghề kinh doanh chính là mua bán, cho thuê thiết bị y tế, lắp đặt, sửa chữa, bảo trì thiết bị y tế. Năm 2002, JVC bắt đầu triển khai các hợp đồng liên kết khai thác máy với các bệnh viện lớn. Hiện tại, doanh thu của JVC gồm có 3 mảng chính: doanh thu từ hoạt động bán hàng truyền thống, doanh thu từ hoạt động đầu tư liên kết và doanh thu từ hoạt động dịch vụ. Trong đó, bán hàng truyền thống vẫn là hoạt động đem lại nguồn doanh thu chủ yếu cho JVC.

Cơ cấu doanh thu của JVC



Biên lợi nhuận gộp các mảng hoạt động của JVC



Cổ tức. Tỷ lệ cổ tức của JVC trong năm 2011 và 2012 lần lượt là 30% và 15%. Năm 2013, kế hoạch cổ tức của JVC là 15%.