



ĐỒ THỊ GIAO DỊCH



Đồ thị vẽ theo giá điều chỉnh đv KLg: 10,000cp

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	Mua Mạnh
Giá kỳ vọng	18.500
Giá thị trường (04/09/2014)	15.200
Triển vọng 1 tháng	Tăng
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	62,5
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	950
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	951
Sở hữu nước ngoài (%)	49%
Giá hiện tại (đ/cp) tại ngày 04.09.2014	15.200
KLTB 10 ngày (cp)	468.328
Giá thấp nhất 52T (đ)	10.000
Giá cao nhất 52T (đ)	17.000
+/- 7 ngày qua	+7,8%
+/- 1 tháng qua	+4,8%

Chuyên viên phân tích
Trần Thị Hồng Tươi
Email: tuoith@bsc.com.vn

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu JVC với giá kỳ vọng 12 tháng tới là **18.500 đồng/cp (upside 21%)** theo phương pháp FCFF. Thị giá JVC hiện tại khá hấp dẫn so với giá trị sổ sách (15.300 đồng), thanh khoản cũng ở mức khá tốt gần 500,000 CP/phiên trong 10 phiên gần đây. JVC đã vượt qua giai đoạn khó khăn nhất năm 2013 và đang cải thiện khá tốt doanh thu và lợi nhuận từ năm 2014 trở đi. Chúng tôi đánh giá nhu cầu khám chữa bệnh kỹ thuật cao tại Việt Nam tiếp tục xu hướng tăng mạnh mẽ và giải ngân của các dự án chính phủ và tài trợ quốc tế sẽ tiếp tục tăng mạnh trở lại.

KQKD 2014 khả quan. Năm 2013, JVC gặp khó khăn lớn khi rất nhiều dự án bị trì hoãn dẫn tới doanh thu, biên lợi nhuận sụt giảm, hàng tồn kho tăng. Tuy nhiên, qua trao đổi với doanh nghiệp, khả năng ghi nhận doanh thu từ các dự án cũ cũng như các dự án mới khiến chúng tôi lạc quan về triển vọng của JVC từ năm 2014. Chúng tôi dự báo doanh thu 2014 đạt 759 tỷ đồng (+28%/yoy) chủ yếu do ghi nhận doanh thu từ các hợp đồng bị trì hoãn từ Q3, Q4/2013 và hợp đồng mới. LNST năm 2014 có thể đạt 98 tỷ đồng, (+136%/yoy), tương đương EPS 1.571 đồng/cp (tính trên số CP lưu hành hiện tại). Chúng tôi cũng lưu ý dự báo này chưa tính đến dự án đầu tư 100 xe khám lưu động mới, và kế hoạch tăng vốn của JVC.

Doanh thu và lợi nhuận cải thiện đáng kể do: (1) Việc sáp nhập KMS sẽ tăng doanh số bán hàng của 2 trong số 4 lĩnh vực kinh doanh cốt lõi. Chúng tôi đánh giá KMS sẽ đóng góp ít nhất 100 tỷ đồng doanh thu cho công ty hợp nhất năm 2014. (2) Lĩnh vực Bán thiết bị y tế phục hồi và tăng trưởng mạnh so với 2013. Triển vọng tăng trưởng 6 tháng cuối năm lớn khi công ty tập trung ghi nhận doanh thu vào quý 4 hàng năm. (3) Các lĩnh vực vật tư tiêu hao, đầu tư liên kết, và xe khám lưu động có KQKD ổn định, tiếp tục tăng trưởng và có biên lợi nhuận cao.

Các chỉ tiêu tài chính	2010	2011	2012	2013	2014F
Doanh thu thuần (tỷ đ)	422	605	762	594	759
% tăng trưởng y-o-y	131%	44%	26%	-22%	28%
Tổng tài sản (tỷ đ)	466	759	1,332	1,630	1,724
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	289	376	697	951	965
Vốn điều lệ (tỷ đ)	242	242	354	568	625
CPLH bình quân (Triệu cp)	24,2	24,2	35,4	56,8	62,5
LN sau thuế (tỷ đ)	77	135	170	42	98
% tăng trưởng y-o-y	130%	76%	26%	-76%	136%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	11,327	5,570	5,264	667	1,571
Giá trị sổ sách (đ/cp)	77,361	11,957	15,528	19,691	16,746
Lợi nhuận gộp biên	32.85%	38.82%	39.38%	29.33%	28.52%
ROS	18.16%	22.27%	22.33%	7.02%	12.94%
ROE	16.44%	17.76%	12.77%	2.56%	10.18%
ROA	26.47%	35.87%	24.39%	4.38%	5.70%

Nguồn: BCTC JVC, BSC tổng hợp



GIỚI THIỆU CHUNG VỀ DOANH NGHIỆP

Giới thiệu chung		TT	Các công ty con	Vốn góp	Tỷ lệ sở hữu	
Tên công ty:	Công ty cổ phần thiết bị Y tế Việt Nhật	1	Công ty CP Kyoto Medical Science	55 tỷ đồng	100%	
Tên giao dịch:	J&V Medical Instrument JSC					
Tên viết tắt:	JV., JSC					
Địa chỉ:	Khu đô thị Pháp Vân- Tứ Hiệp, phường Hoàng Liệt, quận Hoàng Mai, Hà Nội	Danh sách cổ đông nắm giữ từ trên 5% VDL				
Tel:	(04) 3.6830516	TT	Tên	Số CP	% Vốn	Loại cổ phần
Fax:	(04) 3.6830578	1	DI Asian Industrial Fund	14.080.000	31,06%	Phổ thông
Website:	www.ytevietnhat.com.vn	2	Lê Văn Hường	12.123.625	21,34%	Phổ thông
Vốn điều lệ:	625,003,830,000 đồng	3	Vietnam Equity Holding	2.665.861	7,53%	Phổ thông
Lĩnh vực hoạt động	Thiết bị và dịch vụ y tế	4	Vietnam Holding Limited	2.574.528	7,27%	Phổ thông
Ngành nghề kinh doanh chính	Kinh doanh và cho thuê thiết bị y tế, kinh doanh phòng khám đa khoa.	Tổng cộng		31.444.014	67,2%	Phổ thông

Lịch sử hình thành

Thời gian	Sự kiện	Cơ cấu cổ đông đến 30.06.2014				
		TT	Danh mục	Số lượng cổ phần	Tỷ trọng (%)	Số lượng cổ đông
Năm 2001	Công ty TNHH Thiết bị Y tế Việt Nhật					
27/09/2010	Công ty CP Thiết bị Y tế Việt Nhật					
21/06/2011	Niêm yết trên HOSE					

Quá trình tăng vốn điều lệ (tỉ đồng)

Thời gian	Sự kiện	Hình thức tăng vốn	TT	Danh mục	Số lượng cổ phần	Tỷ trọng (%)	Số lượng cổ đông
09/09/2010	242		1	Cổ đông nhà nước	0	0	0
			2	Cổ đông bên trong			
				- Hội đồng quản trị	34.746.148	60,28	7
				- Ban kiểm soát	1.188	0	2
			3	Cổ đông bên ngoài			
T7/2012	354	Phát hành thêm + CP thưởng		- Trong nước	20.784.218	36,58	
3/5/2013	494	Phát hành thêm + CP hoán đổi		- Nước ngoài	1.784.102	3,14	
24/10/2013	568	CP thưởng		Tổng cộng	56.818.530	100	

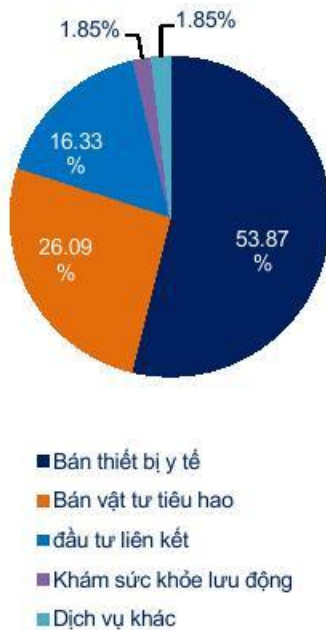
Công ty Cổ phần Thiết bị Y tế Việt Nhật (JVC) được thành lập năm 2001 với vốn ban đầu 6 tỷ đồng và hiện nay là một trong những doanh nghiệp kinh doanh thiết bị y tế hàng đầu của Việt Nam với 625 tỷ đồng vốn điều lệ tính đến ngày 27/08/2014. Ngành nghề sản xuất kinh doanh chính của JVC là kinh doanh, nhập khẩu và cho thuê thiết bị, dụng cụ y tế và kinh doanh phòng khám đa khoa.

❖ Cơ cấu cổ đông của JVC gồm 49% cổ đông nước ngoài trong đó Quý đầu tư công nghiệp DI Châu Á (DIAIF) chiếm 31,06% và nắm giữ 2 vị trí thành viên HĐQT và 1 thành viên Ban kiểm soát. Chủ tịch HĐQT kiêm Giám đốc Lê Văn Hường nắm giữ 21,34% cổ phần JVC đóng vai trò chính trong quyết định và điều hành các hoạt động của công ty.

❖ JVC có 1 công ty con là KMS được JVC phát hành cổ phiếu để hoán đổi trong năm 2013. KMS có ngành nghề kinh doanh tương tự như JVC và 2 công ty có chung thành viên trong cổ đông và ban lãnh đạo là ông Lê Văn Hường và bà Nguyễn Phương Hạnh.

HOẠT ĐỘNG CỐT LÕI CỦA DOANH NGHIỆP

Hình 1: Cơ cấu doanh thu của JVC năm 2013



Nguồn: JVC

Hoạt động kinh doanh của JVC bao gồm 4 mảng chính là:

- (1) **Bán thiết bị y tế:** máy cộng hưởng từ (MRI), máy chụp cắt lớp (CT), máy X-quang, máy siêu âm, CD, CR,... chiếm 53,87% doanh thu của JVC năm 2013.
- (2) **Bán vật tư tiêu hao:** phim dùng cho các máy chụp X-quang, máy CT, linh kiện cho các máy chạy thận, thuốc rửa phim,... chiếm 26,09% doanh thu của công ty.
- (3) **Đầu tư liên kết:** được thực hiện theo hình thức Công ty đầu tư máy móc, các bệnh viện đầu tư địa điểm, hạ tầng, giường bệnh. Ngoài ra, JVC 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.
- (4) **Khám sức khỏe lưu động:** Đầu tư xe khám lưu động, hướng tới đối tượng khách hàng là các Công ty có nhà máy đặt tại các khu công nghiệp trên cả nước.

BÁN THIẾT BỊ Y TẾ

Năm 2013, doanh thu cung cấp thiết bị y tế của JVC giảm mạnh (- 44%) do: chính phủ thắt chặt chi tiêu ngân sách (chỉ thị 09/CT-TTg) và do dời giải ngân một số dự án của Ngân hàng thế giới (WB) sang năm 2014. Tổng doanh thu bán thiết bị y tế năm 2013 đạt 320 tỉ đồng, chiếm 50,32% tổng doanh thu.

Kinh doanh thiết bị y tế phục hồi so với năm 2013. Công ty đặt kế hoạch doanh thu bán thiết bị y tế năm 2014 đạt 517 tỉ đồng, tăng 62% so với năm 2013. Trong đó, doanh thu từ thực hiện các dự án, hợp đồng bị trì hoãn trong năm 2013 vào khoảng 200 tỉ đồng.

6 tháng đầu năm 2014, doanh thu mảng thiết bị y tế đạt 154 tỉ đồng, tương đương 30% kế hoạch năm. Hoạt động của JVC có tính mùa vụ bởi công ty thường lắp đặt và ghi nhận doanh thu cao trong 2 quý cuối năm. Đại diện công ty cho biết, hiện tổng giá trị các hợp đồng đã trúng thầu, chưa thực hiện của JVC trị giá khoảng 1.000 tỉ đồng. Một số hợp đồng lớn dự kiến ghi nhận doanh thu trong 2 quý cuối năm 2014 trị giá hơn 270 tỉ đồng.

Biên lợi nhuận gộp: giảm mạnh còn 16% trong 6 tháng đầu năm 2014 từ 29% năm 2013 do Chính phủ tiết giảm nguồn chi ngân sách công ty chủ động giảm giá trúng thầu, giải phóng hàng tồn kho. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mảng kinh doanh thiết bị y tế sẽ tăng trở lại do công ty tăng mạnh bán hàng theo các hợp đồng đấu thầu trực tiếp, là mảng kinh doanh

có biên lợi nhuận cao hơn.

Bảng 1: Thông tin một số hợp đồng đã thực hiện trong Q1/2014 và Q2/2014

Đơn vị: tỉ đồng

STT	Tên máy	Khách hàng	Giá trị hợp đồng
1	Xe khám lưu động	Sở Y tế Vũng Tàu	19
2	X-quang	Bộ Công An	4,3
3	CHT, máy siêu âm	Bệnh viện K	40
4	DR	Việt Tuấn	5,2
5	XQ	CT Quốc Gia	5,4
6	XQ	CT Đông Nam Á	5,4
7	Siêu âm	Bộ Công An	11
8	CT	Tân Trường Sinh	5,4

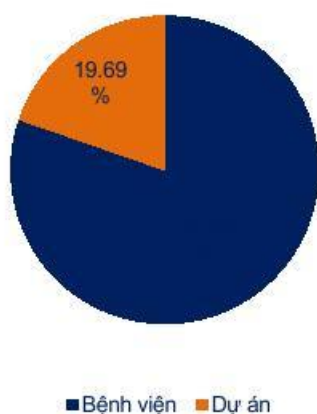
Bảng 2: Thông tin một số hợp đồng cung ứng thiết bị y tế lớn dự tính thực hiện trong Q3/2014 và Q4/2014

Đơn vị: tỉ đồng

STT	Nguồn giải ngân	Giá trị hợp đồng
1	Vietinbank	20
2	Ngân hàng thế giới	20
3	Trái phiếu chính phủ và NSNN	232
Tổng giá trị		272

Nguồn: JVC

Hình 2: Cơ cấu doanh thu Thiết bị y tế của JVC



Nguồn: JVC

Đầu ra

Doanh thu đấu thầu trực tiếp mang lại biên lợi nhuận cao: 75% doanh thu của công ty đến từ hình thức đấu thầu, chào hàng cạnh tranh. 25% doanh thu còn lại thông qua Công ty trung gian, dưới hình thức ủy quyền từng dự án, từng hợp đồng cụ thể.

Lợi thế cạnh tranh: JVC là nhà phân phối độc quyền/ nhà phân phối trực tiếp của nhiều hãng cung cấp thiết bị y tế. So với các nhà phân phối thứ cấp, sản phẩm của JVC có lợi thế hơn về giá. Nguồn vốn lớn cho phép công ty cung cấp các hợp đồng trọn gói và các hợp đồng có giá trị lớn. Công ty thiết lập được mối quan hệ thân thiết, trực tiếp với khách hàng là ban giám đốc các bệnh viện, sở y tế, trường phòng khám. Vì vậy, JVC có lợi thế trong đấu thầu và thắng thầu các hợp đồng lớn của Chính phủ và các tổ chức quốc tế như Ngân hàng thế giới, Global fund,...

Doanh thu thiết bị y tế được kỳ vọng tăng mạnh do tăng giải ngân từ

hệ thống bệnh viện và dự án.

- **Hệ thống bệnh viện công và bệnh viện tư** chiếm 80% doanh thu. Năm 2013, doanh thu bán thiết bị y tế vào các bệnh viện công giảm (-88,56%) do ảnh hưởng của chi tiêu ngân sách nhà nước (NSNN). Trong khi đó, doanh thu bán hàng vào hệ thống bệnh viện tư nhân tăng mạnh (+113,21%). JVC đặt kế hoạch doanh thu 2014 từ hệ thống bệnh viện đạt 110 tỉ đồng, giảm 57,20% so với năm 2013.
- **Dự án** chiếm 20% doanh thu bán thiết bị y tế. Trong đó, chiếm tỉ trọng lớn nhất là nguồn từ Trái phiếu chính phủ, theo sau là các dự án hợp tác với Ngân hàng thế giới, Vietinbank và Bộ công an, Hai nguồn tài trợ chính là Trái phiếu chính phủ và WB đều bị trì hoãn thực hiện trong năm 2013 làm doanh thu từ dự án giảm 67,53% so với năm 2012. JVC đặt kế hoạch 2014 đạt 407 tỉ đồng doanh thu từ dự án, tăng 544,44% so với năm 2013.

Bảng 3: Thông tin một số hợp đồng 2013 được chuyển sang thực hiện trong năm 2014

Đơn vị: tỉ đồng

STT	Khách hàng	Thời điểm thực hiện	Giá trị hợp đồng
1	Bệnh viện K	Đã thực hiện	40
2	Châm Cứu	Thực hiện Q3/2014	20
3	Bộ Công an	Đã thực hiện	10
4	Sở Y tế Vũng Tàu	Đã thực hiện	19
Tổng giá trị			89

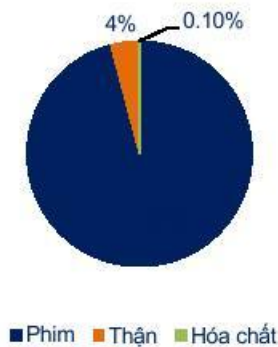
Nguồn: JVC

Đầu vào

- **Đầu vào ổn định, chất lượng đảm bảo:** JVC là nhà phân phối độc quyền, nhà phân phối chính thức của các Tập đoàn thiết bị y tế hàng đầu thế giới như Hitachi-Nhật Bản, Carestream Kodax, Toray, Fuji,...
- **Các sản phẩm nhập khẩu của công ty thường được nhận nhiều ưu đãi.** Năm 2014, JVC giảm đáng kể áp lực chi phí lãi vay do được hưởng chính sách bán hàng trả chậm, không phải trả lãi trong 3 năm từ Hitachi. Thêm vào đó, giá vốn thiết bị y tế của JVC thường thấp hơn giá sản phẩm cùng loại mà các công ty khác mua của JVC để bán lại.
- **Giá máy móc ít biến động:** Các máy móc thiết bị của công ty có chất lượng kỹ thuật cao, trong nước chưa sản xuất được, có giá trị lớn và rất thiết yếu trong chuẩn đoán, khám chữa bệnh nên giá các sản phẩm này thường ít thay đổi. Tuy nhiên, công ty chịu rủi ro về tỉ giá do các



Hình 3: Cơ cấu doanh thu vật tư tiêu hao



Nguồn: JVC

BÁN VẬT TƯ TIÊU HAO (VTTH)

Doanh thu bán vật tư tiêu hao chiếm 26% tổng doanh thu thuần năm 2013. Trong đó, công ty chủ yếu cung cấp phim cho các bệnh viện.

Doanh thu VTTH tăng mạnh nhờ sáp nhập KMS. Năm 2013, doanh thu bán VTTH đạt 155 tỉ đồng, tăng 76% so với năm 2012. Trong đó 42% doanh thu VTTH của công ty hợp nhất đến từ KMS. Tính riêng công ty mẹ, doanh thu VTTH năm 2013 là 93 tỉ đồng, tăng 5,7% so với năm 2012. Theo đó, KMS sẽ tiếp tục góp phần tăng doanh thu bán VTTH của công ty.

JVC có lợi thế cạnh tranh trong phân phối VTTH: JVC là nhà cung cấp lâu năm, tạo được mối quan hệ thân thiết với nhiều bệnh viện, đầu tư liên kết với hơn 100 bệnh viện cả nước. Nhu cầu VTTH của các khách hàng cũ tăng trưởng trung bình 3-5%/năm. Công ty có chính sách giá chiết khấu 5-15% cho những khách hàng có nhu cầu mua thường xuyên với giá trị lớn và liên tục mở rộng hệ thống khách hàng mới.

Doanh thu bán VTTH được kỳ vọng tăng: Công ty đặt mục tiêu doanh thu bán VTTH đạt 207 tỉ đồng, tăng 34% so với năm 2012 do nhu cầu khám bệnh tăng cao. Cùng với đó, công ty có kế hoạch đặt máy in tại các bệnh viện mới trong 5 năm tới, qua đó giúp tăng tiêu thụ sản phẩm phim.

ĐẦU TƯ LIÊN KẾT

Nhu cầu từ dịch vụ cho thuê thiết bị kỹ thuật cao. Nhiều máy móc giá trị lớn, cộng với các chi phí bác sỹ khám bệnh, và kỹ thuật viên vận hành, bảo dưỡng khiến nhiều bệnh viện không đủ kinh phí để đầu tư. JVC nhập khẩu, lắp đặt các thiết bị này tại các bệnh viện, cử kỹ sư đến khám và được hưởng 60-70% thu nhập từ mỗi ca khám.

Bảng 4: Một số thông tin về các thiết bị y tế liên kết

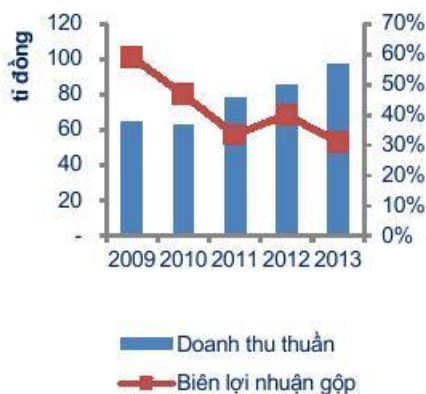
Thiết bị y tế	Giá trị (tỷ đồng)	Trung bình số cá khám/tháng	Giá mỗi ca (triệu đồng)	Thời gian hoạt động (năm)	Bệnh viện liên kết
Máy cộng hưởng MRI	10-20	500	1,5-2,5	5-10	Đa Khoa Tuyên Quang, Trung Vương, VN Thụy Điển Ưông Bí, vv.
Máy chụp cắt lớp CT	5-20	800	0,5-2	5-10	HN Việt Tiệp Hải Phòng, Vĩnh Phúc, Mắt TW, Y tế Thanh Hóa, vv.

CD, CR, Máy siêu âm	10.000	0,04-0,1	5-7	Bạch Mai, K, Việt Đức
Khác (lọc thận, nội soi)	900	0,2-1,5	5-7	Kiến An, Y học cổ truyền, Bạch Mai

Nguồn: BCTN JVC

Công ty có nhiều hợp đồng liên kết hợp tác đầu tư với các bệnh viện lớn như Bệnh viện (BV) Bạch Mai, BV K, BV Đa Khoa Long An, BV E, Trung tâm trị liệu ung thư – BV C Thái Nguyên, BV Đa Khoa tỉnh Vĩnh Phúc,

Hình 4: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng đầu tư liên kết từ 2009-2013



Lợi thế cạnh tranh lớn. (1) Công ty có khả năng cung cấp toàn bộ hệ thống chuẩn đoán hình ảnh y tế hoàn thiện, có chất lượng cao với chi phí đầu tư thấp hơn các công ty đối thủ. **(2)** Số lượng bệnh viện liên kết lớn (100 bệnh viện) và thời gian đầu tư liên kết dài (5 – 10 năm) tạo ra nguồn doanh thu tăng trưởng ổn định.

Doanh thu đầu tư liên kết 2013 không đạt kế hoạch do (1) Bộ Y tế áp giá trần cho phí chụp CT 32 lát bằng ½ giá cũ; **(2)** quy định mới của Bộ Y tế thắt chặt quy trình duyệt hợp đồng đầu tư liên kết khiến thời gian xét duyệt kéo dài thêm 3 – 6 tháng khiến nhiều hợp đồng bị hoãn sang 2014; **(3)** trì hoãn lắp đặt 2 máy Gama Knife.

KQKD 6 tháng đầu năm 2014 khả quan. Doanh thu đầu tư liên kết đạt 58 tỷ đồng (+42,56% yoy) chủ yếu do nhu cầu khám chữa bệnh trong các bệnh viện đầu tư liên kết tăng mạnh. Biên lợi nhuận mảng đầu tư liên kết tăng lên từ 30,95% năm 2013 tới 45,4% trong 6 tháng đầu năm 2014.

Doanh thu đầu tư liên kết sẽ tăng trưởng trở lại năm 2014 nhờ **(1)** các hợp đồng liên kết bị hoãn năm 2013 sẽ được ghi nhận vào doanh thu 2014; **(2)** việc thành phố Hà Nội quyết định điều chỉnh tăng 20% giá dịch vụ của 1349 dịch vụ y tế từ 10/08/2014 sẽ góp phần tăng doanh thu lĩnh vực này; **(3)** dự kiến việc lắp đặt 2 máy Gama Knife cho BV Bạch Mai trong tháng 10/2014.

Kế hoạch mở rộng hoạt động đầu tư liên kết: JVC định hướng đầu tư các thiết bị hiện đại, với nhu cầu cao như: máy chụp cắt lớp CT 128 lát, máy cộng hưởng từ Echolon 1.5, hệ thống DR kỹ thuật số và dây nội soi,... Tổng chi phí đầu tư theo kế hoạch khoảng 600 tỉ đồng.

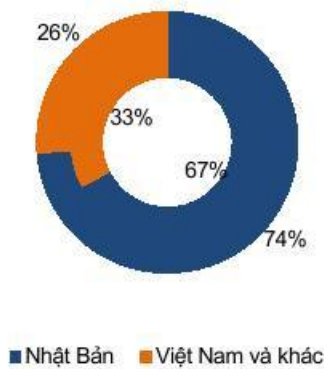
XE KHÁM LƯU ĐỘNG



Mô hình kinh doanh xe khám lưu động hiện đại theo mô hình của Nhật Bản gồm 31 xe buýt chuyên dụng có gắn các thiết bị y tế: Siêu âm, X-quang kỹ thuật số, máy xét nghiệm....Các xe buýt đi tới các khu công nghiệp trong địa bàn Hà Nội thuộc các tỉnh, thành phố miền bắc như Hải Phòng, Bắc Ninh, Vĩnh Phúc, Hải Dương để khám tổng quát, xét nghiệm cho các cán bộ, công nhân viên. Hiện nay hiệu suất sử dụng đối với mỗi xe



Hình 5: Cơ cấu doanh thu xe khám lưu động theo đối tượng khách hàng



Nguồn: JVC

tương đối cao, đặc biệt vào các tháng cuối năm.

Số lượng khách hàng lớn và tăng nhanh: Đối tượng khách hàng của JVC chủ yếu là các doanh nghiệp FDI trong khu công nghiệp với số lượng công nhân lớn và nhu cầu khám sức khỏe bắt buộc hằng năm, chủ yếu là công ty Nhật Bản. Năm 2013, số lượng khách hàng công ty Nhật tăng mạnh 80% lên 92 công ty. Các hợp đồng khám sức khỏe thông thường được kí với JVC hàng năm và duy trì tương đối ổn định.

Mở rộng mạng lưới khách hàng: JVC hướng tới phát triển hệ thống xe khám lưu động tại cả 3 miền Bắc, Trung, Nam mà trọng tâm là khu công nghiệp VSIP (khu công nghiệp Việt Nam – Singapore) với 500 nhà đầu tư và 140.000 lao động. Hiện JVC đã có một số khách hàng tại VSIP.

Doanh thu mảng xe khám lưu động năm 2013 tăng mạnh (+91% yoy), đạt 15,3 tỉ đồng với lợi nhuận 11,3 tỉ đồng. Nửa đầu năm 2014, phí khám lưu động mang lại 3 tỉ đồng doanh thu và 1,1 tỉ đồng lợi nhuận.

Chúng tôi dự báo doanh thu mảng xe khám lưu động năm 2014 tương đương năm 2013 do hiện 20 xe khám mua thêm trong năm 2013 chưa đi vào sử dụng. Theo chúng tôi tìm hiểu, phải đến năm 2015, 20 xe khám trên mới được JVC đưa vào khai thác.

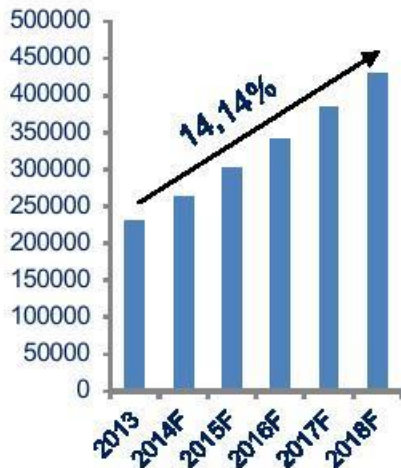
Kế hoạch đầu tư lớn: 100 xe khám container được đặt cố định và luân chuyển tại các khu công nghiệp lớn. Tổng vốn đầu tư dự kiến khoảng 140 tỉ đồng. Ưu điểm của mô hình xe container mới là vốn đầu tư thấp (1,2-1,5 tỷ đồng so với 5-7 tỉ đồng của mô hình xe buýt cũ) và thời gian hoàn vốn nhanh (1-1,5 năm so với 3 năm của mô hình cũ). JVC đang lên kế hoạch tăng vốn để tài trợ cho dự án này.

TRIỂN VỌNG NGÀNH - TĂNG TRƯỞNG NHANH

Nhập khẩu trang thiết bị y tế về Việt Nam được dự báo đạt 1 tỉ USD vào năm 2015 (cơ quan đại diện thương mại Pháp tại Việt Nam-Ubifrance Vietnam dự báo). Năm 2013, giá trị trang thiết bị y tế nhập khẩu là 609 triệu USD, tương đương CAGR là 9,2% từ 2008-2013. 90% trang thiết bị y tế sử dụng tại các trung tâm y tế và bệnh viện Việt nam phải nhập khẩu, chủ yếu từ 4 nước Nhật Bản, Hoa Kỳ, Singapore và Trung Quốc (chiếm 50,4% giá trị nhập khẩu năm 2013).

Tốc độ tăng trưởng nhanh: Giá trị thị trường trang thiết bị y tế Việt nam đạt 645 triệu USD năm 2013. Espicom (công ty con của Business Monitor – BMI) ước tính giá trị thị trường thiết bị y tế Việt Nam 2018 đạt 1.400 triệu USD, tương đương tốc độ tăng trưởng bình quân năm (CAGR) là 16,6% trong giai đoạn 2013-2018.

Chi tiêu khám và chăm sóc sức khỏe y tế từ 2013-2018F (tỷ đ)



Nguồn: BMI

Các đối thủ cạnh tranh chính của JVC tại Việt Nam bao gồm: Công ty TNHH và dịch vụ kỹ thuật Việt - Thái, đại diện các hãng có văn phòng đại diện tại Việt Nam như Siemens, Smith, Shimadzu, Philip, Gold Lite,

(1) **Chi tiêu trang thiết bị y tế bình quân đầu người còn thấp tạo cơ hội thị trường cho các nhà cung cấp.** Chi tiêu trang thiết bị y tế đạt 7 USD/người vào năm 2013 (so với thị trường Thái Lan là 17,2 USD/người, Đài Loan là 77 USD/người và Trung Quốc là 11,6 USD/người) và được kỳ vọng tăng gấp đôi, đạt 14,5 USD/người vào năm 2018.

(2) **Nhu cầu khám chữa bệnh tăng kéo theo nhu cầu về thiết bị y tế và vật tư tiêu hao:** Theo báo cáo BMI (Vietnam Pharmaceutical and healthcare report Q3 2014), năm 2013, chi khám và chăm sóc sức khỏe ở Việt Nam đạt 222.374 tỉ đồng, tăng 11,64% so với năm 2012. Mức chi này được dự báo tăng 14,4% và đạt 254.491 tỉ đồng vào năm 2014 và đạt 430.717 tỉ đồng vào năm 2018, tương đương với tốc độ tăng trưởng bình quân năm là 14,14%/năm trong giai đoạn 2013-2018.

(3) **Nhu cầu xây mới và bổ sung năng lực khám chữa bệnh trong các bệnh viện** tạo nhiều cơ hội thị trường cho các doanh nghiệp nhập khẩu và cung cấp trang thiết bị y tế đầu ngành, có mối quan hệ tốt với các bệnh viện như JVC:

- Xây mới 5 bệnh viện công tại thành phố Hồ Chí Minh theo Quyết định số 125/QĐ-TTg ngày 16/01/2014 và nhiều bệnh viện tư (Vinmec...)
- Đầu tư nâng cấp hệ thống các bệnh viện tuyến trung ương, tuyến cuối của thành phố Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh theo Quyết định 92/QĐ-TTG ngày 09/01/2013.
- Tháng 6/2013, Bộ Tài chính Đức và ngân hàng tái thiết Đức tài trợ 20 triệu EUR từ nguồn vốn vay theo điều kiện IDA để cung cấp trang thiết bị y tế bổ sung cho một số bệnh viện và hỗ trợ cải thiện công tác quản lý chất thải tại một số bệnh viện các tỉnh Thanh Hóa, Phú Yên, Yên Bái, Thái Bình, Nghệ An và Bệnh viện Việt Đức (Hà Nội).
- Tháng 11/2013, Chính phủ Nhật Bản tuyên bố kế hoạch thúc đẩy xuất khẩu trang thiết bị y tế tới 5 quốc gia Đông Nam Á trong đó có Việt Nam.
- Nghị quyết số 65/2013/QH13 ngày 28/11/2013 về phát hành bổ sung và phân bổ vốn trái phiếu Chính phủ giai đoạn 2014-2016. Trong đó nêu rõ nguyên tắc để bổ sung vốn trái phiếu giai đoạn này là các dự án, công trình dở dang có trong danh mục vốn trái phiếu chính phủ giai đoạn 2012-2015 nhưng còn thiếu vốn. Vốn bổ sung giai đoạn 2014-2016 cho các bệnh viện tuyến huyện đầu tư cơ sở vật chất, trang thiết bị y tế là 6.795 tỷ đồng.

JVC là nhà phân phối thiết bị y tế đầu ngành: JVC có lợi thế về giá cung cấp, số lượng và giá trị hợp đồng lớn hơn nhiều so với các công ty

ạnh tranh khác như Việt – Thái. Hơn nữa, JVC đặc biệt có lợi thế trong các gói thầu lớn của Chính phủ và các tổ chức quốc tế như Ngân hàng thế giới, Global fund,...

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro chính sách: JVC chủ yếu bán hàng cho các bệnh viện công mà tiền chi mua trang thiết bị y tế chủ yếu được tài trợ từ các nguồn Trái phiếu chính phủ và dự án (WB, Vietinbank, Bộ công an,...). Do đó, doanh thu và lợi nhuận của công ty phụ thuộc nhiều vào chính sách giải ngân của Chính phủ và các chương trình dự án quốc gia.

Rủi ro điều hành: Quyền quyết định và định hướng kinh doanh phụ thuộc nhiều vào vai trò của Chủ tịch HĐQT kiêm Giám đốc Lê Văn Hương (ông và người có liên quan nắm hơn 26,61% cổ phần). Thêm vào đó, việc sáp nhập KMS bằng hoán đổi cổ phiếu JVC khiến cho ông Lê Văn Hương tăng quyền biểu quyết.

Rủi ro tăng vốn đầu tư: Việc tăng vốn quá nhanh khiến cho quy mô tăng vọt trong giai đoạn 2009 – 2013. Năm 2014, JVC tiếp tục có kế hoạch tăng vốn thông qua phát hành cổ phiếu. Mặc dù công ty tăng trưởng mạnh về doanh thu và lợi nhuận, việc tăng quy mô quá nhanh có thể gây khó khăn trong việc quản lý doanh nghiệp và đầu tư dàn trải vào các dự án có tiềm ẩn rủi ro cao.

Rủi ro cạnh tranh: Sau khi Việt Nam gia nhập WTO, phương thức độc quyền trong nhập khẩu và phân phối thiết bị y tế bị loại bỏ. Thay vì phải phân phối qua nhà nhập khẩu độc quyền như trước đây, các hãng sản xuất được phép tham gia trực tiếp vào phân phối thông qua văn phòng đại diện tại Việt Nam hoặc phân phối thông qua các nhà nhập khẩu. So với các công ty trong ngành, JVC có lợi thế là nhà nhập khẩu trực tiếp, có khả năng cung ứng trọn gói với giá trị lớn nên có nhiều lợi thế khi tham gia dự thầu các dự án cung cấp thiết bị y tế. Trong thời gian tới, khi Chính phủ thắt chặt hơn nữa việc kiểm soát thiết bị y tế nhập khẩu vào Việt Nam, rủi ro này sẽ được giảm thiểu.

Rủi ro tiêu thụ hàng tồn kho: Năm 2013, giải ngân Ngân sách nhà nước bị trì hoãn làm hàng tồn kho của JVC tăng vọt. Năm 2014, với việc giải ngân trở lại của các dự án từ nguồn Ngân sách nhà nước và Ngân hàng thế giới cộng với việc thay đổi chính sách hàng tồn kho¹, chúng tôi kỳ vọng hàng tồn kho của công ty sẽ giảm.

Rủi ro tỉ giá: Máy móc thiết bị nhập khẩu của JVC thanh toán bằng ngoại tệ, trong đó, chủ yếu là bằng USD hoặc JPY. BSC dự báo, năm 2014 tỉ giá USD có thể tăng 1-2% so với VND.

Rủi ro lãi suất: Tổng giá trị các khoản nợ vay ngắn hạn và dài hạn với lãi

¹ Chính sách hàng tồn kho: Trong các hợp đồng đấu thầu vào bệnh viện tư, JVC yêu cầu khách hàng đặt cọc trước sau đó mới tiến hành nhập trang thiết bị y tế. Đối với các hợp đồng đấu thầu vào bệnh viện công, JVC sẽ đưa vào hồ sơ thầu yêu cầu khách hàng phải đặt cọc trước.

suất thả nổi của JVC tính đến ngày 30/06/2014 là 431 tỉ đồng. BSC dự báo mặt bằng lãi suất huy động trong 6 tháng cuối năm nhiều khả năng sẽ tiếp tục ổn định và có chiều hướng giảm nhẹ với mức giảm khoảng 0,5%/năm sẽ giảm áp lực chi phí lãi vay cho JVC.

TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Thông tin cơ bản	2011	2012	2013	6T2014
Doanh thu thuần (tỷ đ)	605	762	594	315,6
% tăng trưởng y-o-y	143%	126%	78%	
Tổng tài sản (tỷ đ)	759	1.332	1.630	1.744
% tăng trưởng y-o-y	63%	76%	22%	7%
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	376	697	951	956
Vốn điều lệ (tỷ đ)	242	354	568	568
CPLH bình quân (tr. cp)			56,8	62,5
LN sau thuế (tỷ đ)	135	170	42	31,4
% tăng trưởng y-o-y	176%	126%	25%	
EPS cơ bản (đ/cp)	3.699	3.765	7.656	503
Giá trị sổ sách (đ/cp)	15.528	19.691	16.746	15.296

Doanh thu và các chỉ tiêu sinh lời đang dần được cải thiện trong 2 quý đầu năm 2014. Tốc độ tăng trưởng tài sản và nguồn vốn cao, vốn chiếm dụng lớn. Tuy nhiên, từ quý 3/2013, chi phí lãi vay và chi phí dự trữ hàng tồn kho tăng do công ty tăng hàng tồn kho và phải thu khách hàng.

Tháng 5/2013, KMS chính thức sáp nhập vào JVC, quy mô và nguồn lực của JVC tăng. Tài sản ròng tăng 12,88 tỉ đồng. KMS đóng góp làm tăng doanh thu các mảng của JVC trong đó, đáng chú ý, KMS chiếm 42% doanh thu mảng vật tư tiêu hao năm 2013 của công ty hợp nhất JVC dù chỉ mới sáp nhập được 7 tháng.

Hình 7: Tài sản ngắn hạn, dài hạn từ 2010- Q2/2014



Hình 8: Giá trị phải thu khách hàng, hàng tồn kho từ 2010- Q2/2014

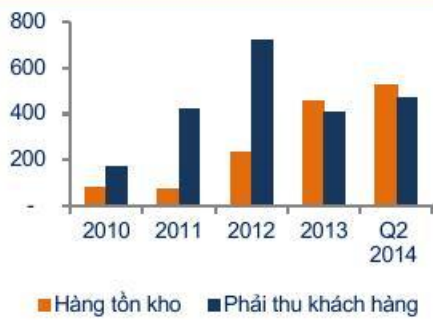
TỔNG QUAN TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Tài sản tăng trưởng nhanh

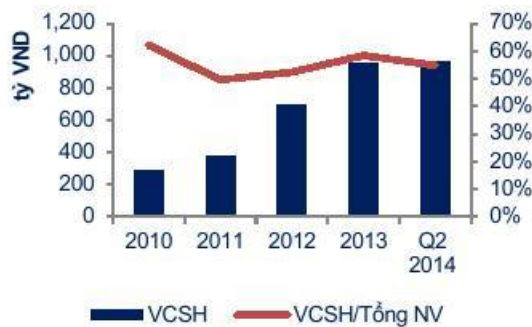
Tính đến hết quý II/2014, tổng tài sản tăng 3,74 lần so với năm 2010, trong đó, tài sản ngắn hạn tăng 4,91 lần và tài sản dài hạn tăng 2,45 lần.

- **Tài sản ngắn hạn.** Xu hướng tăng trưởng nhanh do phải thu ngắn hạn và hàng tồn kho tăng nhanh. 6T2014, giá trị các khoản phải thu ngắn hạn vẫn cao do các bệnh viện tư thường có thời gian thanh toán dài. Chúng tôi đánh giá việc thực hiện bán hàng đối với các dự án bị trì hoãn sẽ giúp công ty giảm đáng kể hàng tồn kho.
- **Tài sản dài hạn** tăng trưởng nhanh trong 2 năm 2012 và 2013, tăng lần lượt là 51,09% và 53,56%. Cụ thể, năm 2013, công ty đầu tư thêm 8 máy CT, 12 máy X-ray, siêu âm vào các bệnh viện đầu tư liên kết và thêm 20 xe khám lưu động. Với chiến lược tiếp tục đẩy mạnh hai hoạt động này, chúng tôi ước tính, tài sản cố định sẽ tiếp tục tăng nhanh trong thời gian tới.

Vốn chủ sở hữu tăng nhanh, tăng trung bình 48,7%/năm tính từ năm 2010 đến năm 2013. Trong đó, vốn chủ sở hữu tăng nhanh chủ yếu do công ty tăng vốn điều lệ qua các đợt phát hành và do lợi nhuận giữ lại tăng. Năm 2014, công ty



Hình 9: Vốn chủ sở hữu và tỉ trọng vốn chủ sở hữu/tổng nguồn vốn từ 2010- QII/2014

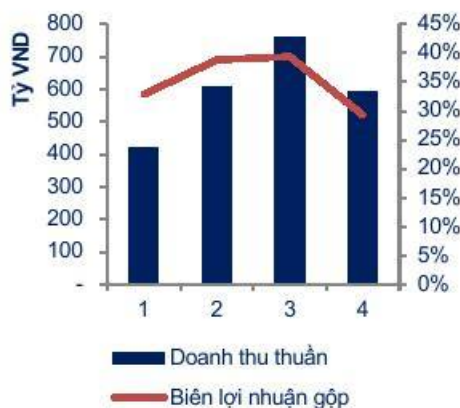


Nguồn: JVC

Hình 10: Cơ cấu vốn nợ của JVC Q2/2014



Hình 11: Doanh thu thuần và biên lợi nhuận gộp 2009 – 2013



thông qua quyết định chi trả cổ tức bằng cổ phiếu 10% dự kiến sẽ làm tăng vốn điều lệ tăng từ 568 tỉ đồng lên 625 tỉ đồng. Cơ cấu vốn chủ sở hữu/ tổng nguồn vốn khá an toàn, đạt 54,81% tính đến hết quý II/2014.

Vốn chiếm dụng lớn giúp công ty tiết kiệm đáng kể chi phí lãi vay. Tính đến ngày 30/06/2014, vốn chiếm dụng đóng góp 45,37% nợ phải trả do công ty được hưởng nhiều chính sách ưu đãi, mua hàng trả chậm với lãi suất thấp từ các hãng cung cấp thiết bị y tế. Công ty hiện có khoản nợ dài hạn 114 tỉ đồng đối với nhà cung cấp nước ngoài.

Khả năng thanh toán an toàn

Các hệ số thanh toán ngắn hạn và thanh toán nhanh lần lượt là 1,89x và 1,11x trong năm 2013 và đạt 2,10x và 1,25x tính dồn 12 tháng đến quý II/2014. So với năm 2012, hệ số thanh toán ngắn hạn tăng nhưng hệ số thanh toán nhanh giảm do hàng tồn kho của công ty tăng nhanh.

Năng lực hoạt động

- Số ngày tồn kho tăng mạnh, ở mức cao năm 2013 do hoãn thực hiện giải ngân các dự án đầu tư vào thiết bị y tế tại các bệnh viện công trong 2 quý cuối năm 2013 dẫn đến thiết bị nhập về chưa thể xuất đi bán.
- Số ngày phải thu cao trong khi số ngày phải trả ngắn hạn tương đối thấp cho thấy công ty gặp khó khăn trong quản lý nguồn vốn ngắn hạn. Nguyên nhân là do công ty bán hàng cho hệ thống bệnh viện tư nhân thường trả tiền chậm.

Tăng trưởng doanh thu

Tốc độ tăng trưởng bình quân (CAGR) trong giai đoạn 2009-2013 là 34,24%/năm. Doanh thu 2012 đã tăng gấp 3 lần so với doanh thu 2009. 6 tháng đầu năm 2014, doanh thu thuần đạt 316 tỷ đồng, tăng 20% so với cùng kỳ nhờ giải ngân một số dự án bị trì hoãn trong năm 2013. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu 2014 sẽ tăng trưởng trở lại do các dự án của chính phủ tiếp tục thực hiện và các dự án có nguồn vốn nước ngoài được triển khai.

Khả năng sinh lời tăng trở lại trong 2 quý đầu năm 2014.

Nguồn: JVC
Bảng 5: Các chỉ tiêu cơ bản

Chỉ tiêu cơ bản	2010	2011	2012	2013	6T2014
Cơ cấu vốn					
Vốn vay/VCSH	0,61	1,02	0,91	0,71	0,45
TTS/VCSH	1,61	2,02	1,91	1,71	1,82
Cơ cấu tài sản					
TS dài hạn/ TTS	0,44	0,27	0,23	0,29	0,26
TS ngắn hạn/TTS	0,56	0,73	0,77	0,71	0,74
KN thanh toán					
Hệ số TT nhanh	1,16	1,36	1,30	1,15	1,25
Hệ số TT NH	1,66	1,58	1,68	1,89	2,10
Năng lực HD					
Số ngày tồn kho	82	76	121	295	
Số ngày phải thu	272	255	340	267	
Số ngày phải trả	430	103	71	43	
KN sinh lời (%)					
BLN gộp	33%	39%	39%	29%	28,5%
ROS	18%	22%	22%	7%	10%
ROE	16%	18%	13%	3%	3,3%
ROA	27%	36%	24%	4%	1,8%

Nguồn: JVC, BSC tổng hợp

Lợi nhuận ròng năm 2013 đạt 42 tỉ đồng, giảm 75,49% so với năm 2012 chủ yếu do doanh thu thuần giảm mạnh. 6 tháng đầu năm 2014, lợi nhuận ròng đạt 33 tỉ đồng, tăng 145% so với cùng kỳ năm 2013.

- **Chi phí lãi vay:** Năm 2013, chi phí lãi vay tăng 33,11% so với năm 2012. Hai quý đầu năm 2014, chi phí này giảm 18,26% so với cùng kỳ năm trước do mặt bằng lãi suất hạ, và do nợ vay ngân hàng giảm nhẹ (nhờ tăng vốn ưu đãi lãi suất thấp từ nhà cung cấp). BSC dự báo, chi phí lãi vay của JVC sẽ tiếp tục giảm trong thời gian tới.
- **Chi phí khác:** Năm 2013, chi phí lãi phạt nộp chậm thuế là 26 tỉ đồng làm phát sinh tăng chi phí khác và làm giảm lợi nhuận của JVC. Ngoài ra, năm 2013, chi phí không được khấu trừ thuế tăng vọt lên 6 tỉ đồng, tăng 72,88 lần làm tăng thuế suất thu nhập hiệu dụng, giảm lợi nhuận ròng sau thuế của JVC.

KẾ HOẠCH VÀ DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Đại hội cổ đông thường niên năm 2014 đã thống nhất việc thay đổi niên độ tài chính của JVC kể từ năm 2014. Theo đó, niên độ tài chính năm 2014 sẽ bắt đầu từ ngày 01/01/2014 đến 31/03/2015; và từ năm 2015 niên độ tài chính sẽ bắt đầu từ ngày 01/04 và kết thúc vào ngày 31/03 năm sau.

Dự báo KQKD của chúng tôi dựa trên năm dương lịch, bắt đầu từ ngày 01/01 và kết thúc vào ngày 31/12 cùng năm.

DỰ BÁO MỘT SỐ KẾT QUẢ KINH DOANH 2014-2018

Chúng tôi dự báo KQKD của JVC dựa trên 4 lĩnh vực kinh doanh chính bao gồm: Bán thiết bị y tế, Bán vật tư tiêu hao (VTTH), Đầu tư liên kết, và Xe khám lưu động. Chúng tôi lưu ý, dự báo của chúng tôi chưa bao gồm kế hoạch tăng vốn để đầu tư thiết bị y tế liên kết và tăng 100 xe container.

- Năm 2014, chúng tôi dự báo doanh thu đạt 759 tỉ đồng, tăng 28% so với năm 2013 chủ yếu do ghi nhận doanh thu từ các hợp đồng bị trì hoãn từ quý 3, quý 4 năm 2013, và các hợp đồng mới.
- Tiềm năng tăng trưởng doanh thu 2014 – 2018: nhu cầu thiết bị, dịch vụ y tế, nhu cầu sử dụng dịch vụ xe khám lưu động ở các khu công nghiệp tăng.
- Lợi nhuận sau thuế 2014 đạt 98 tỷ đồng (+136%/yoy), tương ứng với EPS khoảng **1.571 đồng/cp**.

BÁN THIẾT BỊ Y TẾ

Dự báo doanh thu

- Ở mức độ thận trọng, chúng tôi dự báo doanh thu mảng thiết bị y tế sẽ đạt 439 tỉ đồng, tăng 47% so với năm 2013 do: **(1)** Công ty ghi nhận doanh thu từ nhiều hợp đồng, dự án chuyển sang từ năm 2013; **(2)** Công ty đã thắng thầu và ký kết được nhiều hợp đồng với

khách hàng. 2 quý cuối năm thường là mùa ghi nhận doanh thu của các dự án.

- Tốc độ tăng trưởng được dự báo cao, đạt 16% cho giai đoạn 2013-2018. Do JVC là doanh nghiệp dẫn đầu thị trường và có nhiều lợi thế cạnh tranh so với các doanh nghiệp cùng ngành nên có khả năng hấp thụ tốt nhất tốc độ tăng trưởng ngành (BMI dự báo tăng trưởng ngành đạt 16,6% từ năm 2013-2018).

Dự báo biên lợi nhuận gộp

Biên lợi nhuận gộp mảng thiết bị y tế được dự báo giảm từ 28,67% năm 2013 xuống còn 21,93% trong năm 2014 do **(1)** công ty chủ động hạ giá trúng thầu nhằm giải phóng hàng tồn kho; **(2)** các hợp đồng cung ứng cho khối bệnh viện tư và bán hàng ủy thác có biên lợi nhuận gộp thấp hơn biên lợi nhuận gộp các hợp đồng đấu thầu trực tiếp vào bệnh viện công.

BÁN VẬT TƯ TIÊU HAO (VTTH)

Dự báo doanh thu

- Chúng tôi đánh giá công ty hoàn toàn có thể đạt được kế hoạch 207 tỷ đồng cuối năm dựa vào **(1)** nền tảng khách hàng tốt và không ngừng mở rộng; **(2)** nhu cầu khám chữa bệnh tăng mạnh vào quý 3, quý 4; **(3)** tăng doanh thu VTTH từ sáp nhập KMS. Dù mới sáp nhập từ T7/2013, KMS đã đóng góp tới 42% doanh thu VTTH cho công ty hợp nhất. Dự kiến KMS tăng doanh thu hơn nữa cho JVC trong 2014; **(4)** chương trình cho mượn máy in sẽ thúc đẩy doanh thu từ bán vật liệu phim.
- Doanh thu và tốc độ bán VTTH phụ thuộc lớn vào nhu cầu khám chữa bệnh dịch vụ kỹ thuật cao. BMI dự báo mức chi khám và chăm sóc sức khỏe ở Việt Nam tăng 14,4% năm 2014 và tăng trưởng bình quân 14,14%/năm tới năm 2018. Theo đó, chúng tôi đánh giá tốc độ tăng trưởng lĩnh vực bán VTTH tương đương tốc độ này trong giai đoạn 2015–2018.

Dự báo biên lợi nhuận gộp

Chúng tôi đã nói chuyện với doanh nghiệp và được biết biên lợi nhuận gộp ở lĩnh vực này khá ổn định. Với quan điểm thận trọng, chúng tôi đánh giá biên lợi nhuận gộp ở mức 26%, nhỏ hơn biên lợi nhuận gộp 6T2014 (28%).

ĐẦU TƯ LIÊN KẾT

Dự báo doanh thu

- Chúng tôi đánh giá doanh thu lĩnh vực này đạt 121 tỷ đồng (+25%yoy) do **(1)** công ty tiếp tục triển khai các dự án trì hoãn từ cuối 2013; **(2)** từ Q3/2014, doanh thu đầu tư liên kết tại các bệnh viện Hà Nội tăng do giá khám chữa bệnh sử dụng thiết bị y tế kỹ thuật cao tăng khoảng 20% từ 10/08/2014.
- Dự báo doanh thu mảng đầu tư liên kết của chúng tôi thấp hơn so với kế hoạch đặt ra của JVC do: **(1)** doanh thu 6T2014 đạt 58 tỷ đồng, chưa đạt 50% so với kế hoạch; **(2)** việc lắp đặt 2 máy Gama knife tại bệnh viện Bạch Mai có thể diễn ra vào tháng 10/2014, chậm hơn so với kế hoạch, ít có khả năng ghi nhận doanh thu trong năm 2014.
- Chúng tôi dự báo, tốc độ tăng trưởng doanh thu mảng đầu tư liên kết là 5% từ 2014-2018, tương đương với tốc độ tăng trưởng trung bình năm từ hệ thống bệnh viện đầu tư liên kết hiện có của JVC. Chúng tôi lưu ý, JVC đang có kế hoạch mở rộng mạnh mẽ đầu tư liên kết, kết quả dự báo của chúng tôi chưa tính đến tăng trưởng trong mảng kinh doanh này.

Dự báo lợi nhuận gộp

Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp là 42%, tương đương trung bình biên lợi nhuận gộp trong 5 năm 2009 – 2013, thấp hơn biên 6T2014 (43%).

XE KHÁM LƯU ĐỘNG

Dự báo doanh thu

Theo thông tin từ doanh nghiệp, tới thời điểm 6T2014, công ty chưa ghi nhận doanh thu từ 20 xe khám lưu động đầu tư thêm năm 2013. Do đó, chúng tôi dự tính doanh thu 2014 lĩnh vực này tương đương năm 2013.

Giai đoạn 2015 – 2018, sau khi 20 xe buýt đi vào hoạt động, doanh thu mảng xe khám lưu động sẽ tăng nhanh. Công suất sử dụng trung bình mỗi xe sẽ tăng dần từ 50% và đạt 100% sau 2 năm hoạt động.

Chúng tôi lưu ý, kết quả hoạt động kinh doanh của JVC chưa tính đến tiềm năng 100 xe container mà công ty dự kiến tăng thêm do kế hoạch tăng vốn để đầu tư của JVC chưa được thông qua.

Dự báo lợi nhuận gộp

Biên lợi nhuận gộp năm 2014 được dự báo ổn định so với năm 2013 và đạt 73,2%; sau đó, giảm trong 2 năm 2015 và 2016 do 20 xe khám hoạt động chưa hết công suất. Từ năm 2017, biên lợi nhuận gộp được dự báo tăng trở

lại.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ
Bảng 6: Chi phí vốn bình quân (WACC)

Lãi suất phi rủi ro	6,60%
Beta	0,80
Lợi suất thị trường	11,75%
Chi phí vốn chủ sở hữu	10,72%
Chi phí vốn nợ	8,61%
Tổng nợ / Tổng Tài sản	0,50
Chi phí vốn bình quân	8,73%

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do FCFF trong đó có dùng các giả định và kết quả kinh doanh trình bày ở phần dự báo.

Phương pháp FCFF – 2 giai đoạn tăng trưởng

Giai đoạn 1 từ 2014 tới 2018: Phục hồi và tăng trưởng.

Dòng tiền tự do dự báo đạt 5 tỉ đồng trong năm 2014 sau đó đạt 76 tỉ đồng vào năm 2018.

Giai đoạn 2 – tăng trưởng dài hạn: Chúng tôi cho rằng trong dài hạn, công ty sẽ tăng trưởng ở mức 3,5%.

Chi phí vốn bình quân (WACC).

Chúng tôi sử dụng phương pháp CAPM để tính chi phí vốn chủ sở hữu với Beta được tính từ ngày đầu niêm yết theo số liệu Bloomberg là 0,80; Lợi suất phi rủi ro là lợi suất Trái phiếu chính phủ 5 năm (6,60%); Lợi suất thị trường 11,75%. Khi đó, chi phí vốn chủ sở hữu sẽ là 10,72%. Với chi phí vốn vay trung bình 8,61%, thuế suất 22%, tỷ lệ vốn nợ 49,8%, chi phí vốn bình quân của JVC được tính là 8,73%.

Theo phương pháp FCFF, với số lượng cổ phiếu tại thời điểm hiện tại là 62.500.383 cổ phiếu, giá trị hợp lý trên một cổ phần là **18.500 đồng/CP**.

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu JVC với giá kỳ vọng 12 tháng tới là 18.500 đồng/cp (upside 21%) theo phương pháp FCFF. JVC đã vượt qua giai đoạn khó khăn nhất năm 2013 và đang cải thiện khá tốt doanh thu và lợi nhuận từ năm 2014 trở đi. JVC được hưởng lợi từ việc tăng giải ngân của các dự án chính phủ và quốc tế cộng với nhu cầu khám chữa bệnh kỹ thuật cao tại Việt Nam liên tục tăng. Thị giá JVC hiện tại khá hấp dẫn so với giá trị sổ sách (15.300 đồng).

Bảng 7: Phân tích độ nhạy của cổ phiếu

Phân tích độ nhạy	g	WACC						
		7.23%	7.73%	8.23%	8.73%	9.23%	9.73%	10.23%
Giá cổ phiếu	1.0%	15,400	14,372	13,486	12,716	12,039	11,440	10,907
	1.5%	16,683	15,468	14,435	13,545	12,771	12,091	11,489
	2.5%	20,068	18,294	16,832	15,605	14,561	13,663	12,881
	3.0%	22,364	20,158	18,375	16,906	15,673	14,624	13,721
	3.5%	25,281	22,465	20,248	18,457	16,980	15,741	14,688
	4.0%	29,109	25,395	22,565	20,338	18,538	17,054	15,810
	4.5%	34,355	29,241	25,510	22,666	20,428	18,619	17,128
	5.0%	41,983	34,511	29,373	25,624	22,767	20,518	18,701
	5.5%	54,096	42,175	34,668	29,506	25,738	22,868	20,608

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng, bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

Phương pháp định giá: Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NAM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN

Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư
Nguyễn Thanh Hoa
Tel: 0439352722 (155)
Email: hoant@bsc.com.vn

Trưởng Phòng Phân tích
Trần Thăng Long
Tel: 0439352722 (118)
Email: longtt@bsc.com.vn

THÔNG TIN LIÊN HỆ

BSC Trụ sở chính
Tầng 10, 11 – Tháp BIDV
35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội
Tel: 84 4 39352722
Fax: 84 4 22200669
Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh
Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 3 8218885
Fax: 84 8 3 8218510
Website: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

