

## Ngành Thiết bị Y Tế

Báo cáo cập nhật

Tháng 11, 2017

Mã giao dịch: JVC

Reuters: JVC.HM

Bloomberg: JVC VN

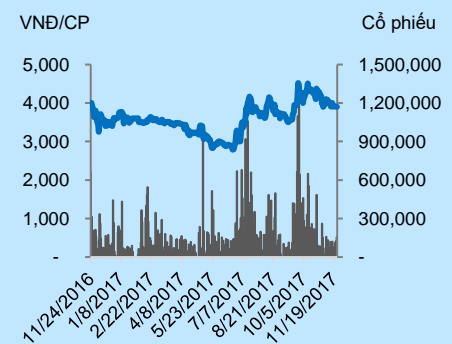
### Bức tranh lợi nhuận kỳ vọng sẽ ngày càng sáng hơn.

Khuyến nghị	N/a
Giá kỳ vọng (VND)	N/a
Giá thị trường (23/11/2017)	3.900
Lợi nhuận kỳ vọng	N/a

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	2.790-4.520
Vốn hóa	439 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	112.500.171
KLGD bình quân 10 ngày	105.866
% sở hữu nước ngoài	46,37%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	0,2

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
JVC	8,0%	-9,3%	8,3%	32,2%
VN-Index	38,9%	11,1%	19,3%	24,5%

### Hoạt động kinh doanh bắt đầu phục hồi và có lãi

Kết thúc 1H2017, JVC đạt 256 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng nhẹ 3% yoy. Lợi nhuận gộp đạt 65 tỷ đồng, +45% yoy nhờ biên gộp tăng mạnh lên 25,5% từ 18,1% trong 1H2016. Chi phí bán hàng tăng gần 3 lần từ mức 18 tỷ đồng ở 1H/2016 lên 51 tỷ đồng trong 1H/2017. Ngược lại, chi phí quản lý doanh nghiệp đã giảm hơn 70% yoy xuống 16 tỷ đồng do không phát sinh khoản mục dự phòng phải thu khó đòi. Hỗ trợ quảng cáo từ nhà cung cấp mang lại 7,5 tỷ đồng. Do vậy, JVC ghi nhận LNST 4,6 tỷ đồng (so với mức lỗ 46 tỷ đồng trong 1H2016).

ĐVT: Triệu VND	Q1-2017	Q2-2017	1H2017	YoY
Doanh số thuần	128.101	128.157	256.258	3,1%
Giá vốn hàng bán	(98.258)	(92.572)	(190.830)	-6,3%
Lãi gộp	29.843	35.585	65.428	45,3%
Lãi/lỗ ròng tài chính	(790)	(669)	(1.459)	
Chi phí bán hàng	(21.307)	(29.599)	(50.906)	174,3%
Chi phí QLDN	(7.736)	(8.325)	(16.061)	-73,9%
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	10	(3.008)	(2.998)	-92,1%
Thu nhập khác, ròng	1.913	2.629	4.542	
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1.923	2.629	4.552	
Thuế thu nhập doanh nghiệp	7	44	51	
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1.930	2.673	4.603	

### Nhận định của BVSC

Cổ phiếu JVC thuộc vào diện kiểm soát từ ngày 1.8.2017 do liên tục lỗ lũy kế. Tuy nhiên, các khoản nợ khó đòi đã được trích lập dự phòng đầy đủ, kết quả kinh doanh đang cải thiện cho thấy JVC đã bước qua giai đoạn khó khăn nhất và đang từng bước cải thiện hiệu quả hoạt động. Chúng tôi cho rằng, tiềm năng tăng trưởng ngành thiết bị y tế trong tương lai còn nhiều và JVC vẫn có lợi thế nhất định khi được làm đại lý độc quyền cho nhiều hãng lớn mà bệnh viện ưa chuộng.

Rủi ro đối với JVC là: (1) Mối quan hệ với bệnh viện bị ảnh hưởng sau sự cố xảy ra khiến việc bán hàng không thuận lợi; (2) Sự phụ thuộc vào nhà cung cấp (Hitachi) khi họ có những thay đổi về chính sách kinh doanh, chính sách đại lý hay thị hiếu tiêu dùng chuyển sang các hãng khác. Xét về thị phần trên toàn cầu, Siemens, GE, Philips là 3 hãng có thị phần lớn nhất về thiết bị y tế chẩn đoán hình ảnh. Tuy nhiên JVC đặc biệt có thế mạnh trong mảng CT và là hãng duy nhất chuyển giao hoạt động bảo trì, dịch vụ máy cho đại lý. Hay nói cách khác đây cũng là lợi thế của JVC khi có khả năng cung cấp dịch vụ nhanh và rẻ so với các hãng khác trên thị trường.

Chuyên viên phân tích

**Hà Thị Thu Hằng**

(84 8) 3914 6888 ext 255

hathithuhang@baoviet.com.vn

## Hoạt động kinh doanh bắt đầu phục hồi và có lãi.

JVC công bố BCTC hợp nhất nửa đầu năm 2017 với doanh thu và lợi nhuận cải thiện qua từng quý. Doanh nghiệp đã bắt đầu có lãi từ mức lỗ mạnh ở cùng kỳ năm ngoái do không phát sinh các khoản trích lập dự phòng lớn.

Hiện tại, hoạt động kinh doanh của JVC gồm có 3 mảng chính:

- **Bán thiết bị y tế, vật tư tiêu hao bao** gồm các thiết bị chẩn đoán hình ảnh của Hitachi (hệ thống cộng hưởng từ MRI, máy chụp cắt lớp vi tính CT, máy siêu âm, máy chụp X-Quang, máy chụp X-Quang số hóa DR, CR...), máy nội soi, các loại máy chạy thận nhân tạo, vật tư máy chạy thận nhân tạo, và máy kiểm soát chống nhiễm khuẩn của Sakura.

Hệ thống cộng hưởng từ MRI



Máy cắt lớp vi tính CT



Máy X-Quang di động



Máy bơm thuốc cản quang



(Nguồn: JVC)

Trong mảng này, JVC là đối tác phân phối độc quyền cho Hitachi (chiếm 20% thị phần thiết bị y tế Việt Nam), cạnh tranh trực tiếp với các nhà phân phối của GE, Phillip, Siemens... Điểm khác biệt mang lại lợi thế cạnh tranh cho JVC so với các đối thủ là JVC nhập khẩu trực tiếp từ Hitachi Nhật Bản sau đó bán lại cho các bệnh viện hoặc tổng thầu. Trong khi đó, đối thủ của JVC phải đặt hàng thông qua văn phòng đại diện của hãng tại Việt Nam. Như vậy, mô hình kinh doanh qua ít trung gian giúp JVC giảm bớt được chi phí, mua được hàng với giá tốt hơn và có giá bán cạnh tranh hơn. Ngoài mảng kinh doanh thiết bị y tế lớn, JVC còn cung cấp vật tư tiêu hao như phim... của Fuji, Konica.

JVC cũng mở rộng danh mục bán hàng sang các sản phẩm có tên tuổi và uy tín ở thị trường Việt Nam như hệ thống kiểm soát chống nhiễm khuẩn của Sakura.

Mảng kinh doanh này đóng góp khoảng 70% doanh thu của JVC, mang lại biên lợi nhuận khá tốt và có sự cải thiện đáng kể từ 20,3% trong Q1/2017 lên 28% trong Q2/2017.

- **Đầu tư liên kết với bệnh viện** thông qua việc mua máy, lắp đặt tại bệnh viện và chia sẻ lời/lỗ từ thiết bị đó với bệnh viện. Tỷ lệ chia khoảng 7:3 hoặc 6:4. Theo đó, JVC có thể được hưởng ~60-70% lãi ròng từ thiết bị y tế và bệnh viện hưởng phần còn lại. Lãi ròng được tính bằng doanh thu trừ chi phí vận hành. Thời gian hoàn vốn của mỗi máy khoảng 1,5-3 năm. Hợp đồng liên kết thường kéo dài từ 7-10 năm, sau đó gia hạn thêm 3-5 năm. Chúng tôi cho rằng đây là mảng kinh doanh đầy tiềm năng, mang lại doanh thu, lợi nhuận và dòng tiền ổn định cho công ty. Theo thông tin từ phía công ty, JVC là công ty tiên phong trong mảng đầu tư liên kết với bệnh viện, đang sở hữu 130 dự án đầu tư liên kết với hơn 80 bệnh viện.

Mảng này đóng góp ~26% doanh thu. Biên lợi nhuận gộp tăng lên 32% trong Q2/2017 từ mức 23% ở Q1/2017.

- **Cung cấp các xe khám lưu động, dịch vụ sửa chữa máy móc cho bệnh viện** chỉ đóng góp ~4% doanh thu nhưng đây là mảng tạo ra giá trị đặc biệt của JVC so với đối thủ. Cụ thể, JVC có dịch vụ sau bán hàng khá tốt, luôn có kỹ thuật viên hướng dẫn sử dụng, bảo hành và bảo dưỡng thiết bị cho bệnh viện, giúp bệnh viện tiết kiệm được chi phí vận hành. Hitachi cũng cử người trực tiếp đào tạo cho kỹ thuật viên của JVC và hỗ trợ khi cần thiết. Trong khi các đối thủ của JVC hầu như không làm được mảng này vì phải phụ thuộc vào chính sách bảo hành của hãng. Chúng tôi cho rằng điều này giúp JVC nắm bắt được nhu cầu đầu tư, mua sắm thiết bị của bệnh viện và hiểu rõ hơn về sản phẩm mà công ty phân phối.

Kết thúc 1H2017, JVC đạt 256 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng nhẹ 3% yoy. Lợi nhuận gộp đạt 65 tỷ đồng, +45% yoy nhờ biên gộp tăng mạnh lên 25,5% từ 18,1% trong 1H2016.

Trước đây, trong vai trò là tổng thầu JVC lấy dự án chủ yếu dựa trên quan hệ của lãnh đạo cấp cao. Do đó, hoạt động công ty chịu ảnh hưởng lớn khi người lãnh đạo gặp rủi ro. Hiện nay, JVC tập trung vào đầu tư nâng cao năng lực bán hàng thông qua việc tổ chức các buổi hội thảo, tạo mối quan hệ với bác sĩ (người sử dụng sản phẩm) để họ hiểu hơn về sản phẩm, sử dụng thiết bị hiệu quả hơn. Đây là nguyên nhân khiến chi phí bán hàng tăng gần 3 lần từ mức 18 tỷ đồng ở 1H/2016 lên 51 tỷ đồng trong 1H/2017. Ngược lại, chi phí quản lý doanh nghiệp đã giảm hơn 70% yoy xuống 16 tỷ đồng do không phát sinh khoản mục dự phòng phải thu khó đòi. Theo đó, công ty vẫn lỗ ròng 3 tỷ đồng từ hoạt động kinh doanh. Hỗ trợ quảng cáo từ nhà cung cấp mang lại 7,5 tỷ đồng. Do vậy, JVC ghi nhận LNST 4,6 tỷ đồng (so với mức lỗ 46 tỷ đồng trong 1H2016).

Trong năm 2017, JVC đặt kế hoạch doanh thu đạt 630 tỷ đồng (+26%) và LNST đạt 19 tỷ đồng. Theo chu kỳ kinh doanh, công ty có thể đạt kết quả tốt hơn ở hai quý cuối năm do việc mua sắm thiết bị y tế của các bệnh viện thường diễn ra vào thời gian này. Vì vậy chúng tôi kỳ vọng, bức tranh lợi nhuận của JVC sẽ ngày càng sáng hơn ở những quý sắp tới.

<b>ĐVT: Triệu VND</b>	<b>Q1-2017</b>	<b>Q2-2017</b>	<b>1H2017</b>	<b>YoY</b>
Doanh số thuần	128.101	128.157	256.258	3,1%
Giá vốn hàng bán	(98.258)	(92.572)	(190.830)	-6,3%
Lãi gộp	29.843	35.585	65.428	45,3%
Lãi/lỗ ròng tài chính	(790)	(669)	(1.459)	
Chi phí bán hàng	(21.307)	(29.599)	(50.906)	174,3%
Chi phí QLDN	(7.736)	(8.325)	(16.061)	-73,9%
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	10	(3.008)	(2.998)	-92,1%
Thu nhập khác, ròng	1.913	2.629	4.542	
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1.923	2.629	4.552	
Thuế thu nhập doanh nghiệp	7	44	51	
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1.930	2.673	4.603	

(Nguồn: JVC, năm tài chính: 1/4/2017-31/3/2018)

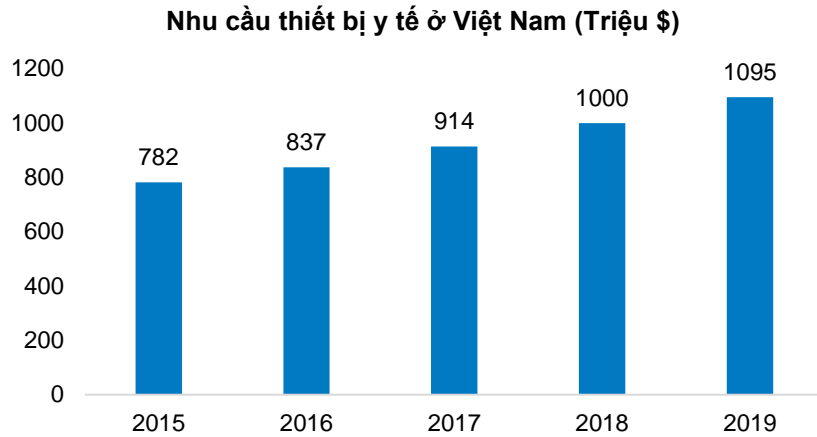
## **Dần dần lấy lại niềm tin từ nhà cung cấp và tiếp tục xử lý các tồn đọng trong quá khứ.**

Hoạt động kinh doanh gặp khó khăn khiến nhiều nhà cung cấp có ý định ngừng hợp tác với JVC. Tuy nhiên, nhờ sự hỗ trợ của đối tác chiến lược Nhật Bản cũng như những nỗ lực của ban điều hành mới, JVC đang dần lấy được niềm tin từ nhà cung cấp. Cụ thể Hitachi đã chấp thuận cho JVC phân phối ở thị trường miền Nam từ tháng 3/2017 mặc dù JVC bị cắt hợp đồng năm 2016. Thời gian thanh toán đơn hàng và hạn mức tín dụng cũng được đối tác kéo dài hơn so với trước đó. Những tồn đọng trong quá khứ tiếp tục được JVC xử lý, các khoản phải thu, nợ khó đòi đã được công ty trích lập dự phòng đầy đủ.

## **Triển vọng tăng trưởng ngành thiết bị y tế lạc quan.**

Thu nhập bình quân đầu người ngày càng tăng kéo theo sự tăng lên trong nhu cầu chăm sóc sức khỏe. Tuy nhiên, cơ sở hạ tầng y tế của Việt Nam còn lạc hậu và thiếu thốn, thường xuyên trong tình trạng quá tải. Do đó nhu cầu về trang thiết bị y tế của các bệnh viện là rất lớn. Theo ước tính của Espicom Business Intelligence giá trị thiết bị y tế năm 2016 đạt khoảng 837 triệu USD và sẽ tăng lên mức 1 tỷ USD vào năm 2018. Triển vọng tăng trưởng của ngành thiết bị y tế được đánh giá là rất khả quan dựa trên các yếu tố:

- (1) Tuổi thọ trung bình của người Việt tăng lên, cơ cấu dân số già hơn thúc đẩy nhu cầu sử dụng các thiết bị y tế.
- (2) Việt Nam đang tích cực đẩy mạnh phát triển và hiện đại hóa các cơ sở và thiết bị y tế công ở các tỉnh, thành phố lớn và địa phương để đáp ứng với nhu cầu ngày càng tăng và giảm thiểu tình trạng quá tải. Việt Nam cũng nhận được sự hỗ trợ từ các tổ chức quốc tế nhằm nâng cao chất lượng ngành y tế.
- (3) Nhu cầu thay thế máy cũ bằng máy có công nghệ cao hơn.



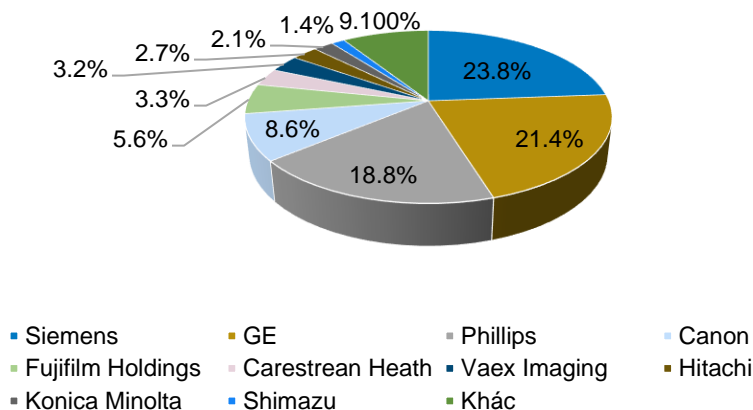
(Nguồn: Business Monitor)

## Nhận định của BVSC

Cổ phiếu JVC thuộc vào diện kiểm soát từ ngày 1.8.2017 do liên tục lỗ lũy kế. Tuy nhiên, các khoản nợ khó đòi đã được trích lập dự phòng đầy đủ, kết quả kinh doanh đang cải thiện cho thấy JVC đã bước qua giai đoạn khó khăn nhất và đang từng bước cải thiện hiệu quả hoạt động. Chúng tôi cho rằng, tiềm năng tăng trưởng ngành thiết bị y tế trong tương lai còn nhiều và JVC vẫn có lợi thế nhất định khi được làm đại lý độc quyền cho nhiều hãng lớn mà bệnh viện ưa chuộng.

Rủi ro đối với JVC là: (1) Mối quan hệ với bệnh viện bị ảnh hưởng sau sự cố xảy ra khiến việc bán hàng không thuận lợi; (2) Sự phụ thuộc vào nhà cung cấp (Hitachi) khi họ có những thay đổi về chính sách kinh doanh, chính sách đại lý hay thị hiếu tiêu dùng chuyển sang các hãng khác. Xét về thị phần trên toàn cầu, Siemens, GE, Philips là 3 hãng có thị phần lớn nhất về thiết bị y tế chẩn đoán hình ảnh. Tuy nhiên JVC đặc biệt có thế mạnh trong mảng CT và là hãng duy nhất chuyển giao hoạt động bảo trì, dịch vụ máy cho đại lý. Hay nói cách khác đây cũng là lợi thế của JVC khi có khả năng cung cấp dịch vụ nhanh và rẻ so với các hãng khác trên thị trường.

**Thị phần thiết bị chẩn đoán toàn cầu năm 2016**



(Nguồn: Statista)

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Doanh thu	594	923	598	476
Giá vốn	420	617	410	536
Lợi nhuận gộp	174	306	188	(60)
Doanh thu tài chính	2	1	1	0
Chi phí tài chính	54	48	35	116
Lợi nhuận sau thuế	42	178	(579)	(761)

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	57	503	48	26
Các khoản phải thu ngắn hạn	407	685	510	488
Hàng tồn kho	456	308	265	80
Tài sản cố định hữu hình	375	335	385	395
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	13	13	112	-
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.630</b>	<b>2.285</b>	<b>1.673</b>	<b>764</b>
Nợ ngắn hạn	612	677	254	164
Nợ dài hạn	67	177	148	89
Vốn chủ sở hữu	951	1.430	1.272	511
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>1.630</b>	<b>2.285</b>	<b>1.673</b>	<b>764</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-22,0%	55,4%	-35,2%	-20,4%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-75,5%	326,6%	N/a	N/a
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	29,3%	33,1%	31,4%	N/a
Lợi nhuận thuần biên (%)	7,0%	19,3%	N/a	N/a
ROA (%)	2,8%	9,1%	N/a	N/a
ROE (%)	5,1%	14,9%	N/a	N/a
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,42	0,37	0,24	0,33
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	0,71	0,60	0,32	0,50
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	734	2.105	N/a	N/a
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	16.746	16.931	11.306	4.543

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Hà Thị Thu Hằng** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được tôi xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

## LIÊN HỆ

### Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

#### Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

**Lưu Văn Lương**

Phó Giám đốc khối

[luuvanluong@baoviet.com.vn](mailto:luuvanluong@baoviet.com.vn)**Nguyễn Thu Hà**

Ngân hàng, Bảo hiểm

[nguyenthuha@baoviet.com.vn](mailto:nguyenthuha@baoviet.com.vn)**Chế Thị Mai Trang**

Thép, Phân bón, Điện

[chethimaitrang@baoviet.com.vn](mailto:chethimaitrang@baoviet.com.vn)**Phan Thùy Trang**

Cao su tự nhiên, Mía đường

[phanthuytrang@baoviet.com.vn](mailto:phanthuytrang@baoviet.com.vn)**Nguyễn Tiến Dũng**

Công nghệ thông tin

[nguyentientung@baoviet.com.vn](mailto:nguyentientung@baoviet.com.vn)**Lê Đăng Phương**

Phó Giám đốc khối

[ledangphuong@baoviet.com.vn](mailto:ledangphuong@baoviet.com.vn)**Nguyễn Chí Hồng Ngọc**

Bất động sản

[nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn](mailto:nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn)**Lê Thanh Hòa**

Vật liệu xây dựng

[lethanhhua@baoviet.com.vn](mailto:lethanhhua@baoviet.com.vn)**Trương Sỹ Phú**

Ô tô &amp; Phụ tùng

[truongsyphu@baoviet.com.vn](mailto:truongsyphu@baoviet.com.vn)**Hà Thị Thu Hằng**

Dược

[hathithuhang@baoviet.com.vn](mailto:hathithuhang@baoviet.com.vn)**Thái Anh Hào**

Hạ tầng Nước

[thaianhhao@baoviet.com.vn](mailto:thaianhhao@baoviet.com.vn)**Phạm Đắc Hoàng Minh**

Dệt may

[phamdachoangminh@baoviet.com.vn](mailto:phamdachoangminh@baoviet.com.vn)

#### Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

**Nguyễn Xuân Bình**

Phó Giám đốc khối

[nguyensexuanbinh@baoviet.com.vn](mailto:nguyensexuanbinh@baoviet.com.vn)**Bạch Ngọc Thắng**

Kinh tế trưởng

[bachngocthang@baoviet.com.vn](mailto:bachngocthang@baoviet.com.vn)**Trần Hải Yến**

Chuyên viên vĩ mô

[tranhaiyen@baoviet.com.vn](mailto:tranhaiyen@baoviet.com.vn)**Trần Đức Anh**

Chiến lược thị trường

[tranducanh@baoviet.com.vn](mailto:tranducanh@baoviet.com.vn)**Trần Xuân Bách**

Phân tích kỹ thuật

[tranxuanbach@baoviet.com.vn](mailto:tranxuanbach@baoviet.com.vn)



## Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

### Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888