

CTCP THIẾT BỊ Y TẾ VIỆT NHẬT (JVC)

Ngày 13 tháng 2 năm 2015

BÁO CÁO LẦN ĐẦU: MUA



Giá hiện tại (12/2/2015):	(đồng)	22.000
Giá mục tiêu:	(đồng)	27.000
Khuyến nghị ngắn hạn:	NĂM GIỮ	
Ngưỡng kháng cự:	(đồng)	25.300
Ngưỡng hỗ trợ:	(đồng)	19.000
Mã Bloomberg: JVC VN	Sàn giao dịch:	HSX
Ngành:	Bán lẻ thiết bị y tế	
Beta:	0,97	
Giá thấp/cao nhất 52 tuần	10.000 / 25.300	
Số lượng cổ phiếu (triệu)	112,5	
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.475	
Tỷ lệ free float (%)	56%	
KLGD BQ 12 tháng (cp)	633.000	
Sở hữu nước ngoài (%)	48,4%	

(đơn vị: đồng)	Cổ tức	EPS
VPBS dự báo 2015	1.000	2.262
VPBS dự báo 2014	500	2.985
12 tháng (tính đến Q3/2014)	0	2.000
2013	0	792
2012	0	4.085

	2009-13	2014E	2014-18
	CAGR	(tỷ đồng)	CAGR
Doanh thu thuần	34,2%	1,161	16,3%
EBITDA	30,1%	395	17,9%
Lợi nhuận ròng	5,8%	211	21,1%

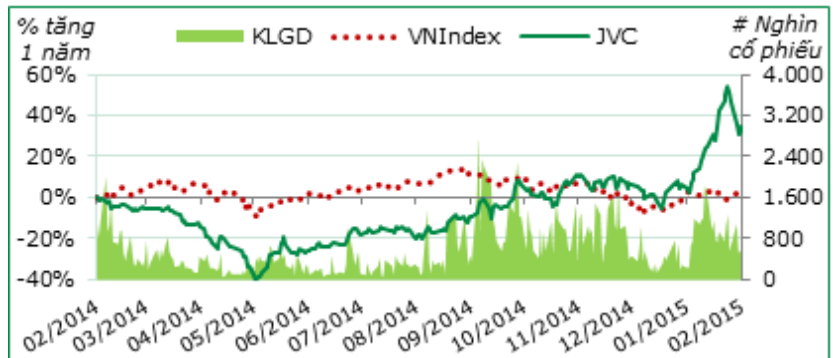
Chỉ số 12T gần nhất:

	JVC	Nhóm ngành	VNI
P/E trượt	11,0	n/a	13,7
Biên LN ròng	14,5%	3,1%	9,2%
Nợ vay/VCSH	42,3%	70,5%	107,0%
ROA	7,3%	6,6%	2,6%
ROE	12,6%	16,4%	13,7%

Giới thiệu về công ty:
JVC được thành lập vào năm 2001 và niêm yết trên Sàn Chứng khoán Hồ Chí Minh trong tháng 6 năm 2011. Hoạt động chính của doanh nghiệp bao gồm: (1) kinh doanh thiết bị và vật tư y tế (chiếm 82% trong tổng doanh thu 9T2014), (2) đầu tư liên kết với các bệnh viện (16%), và (3) dịch vụ bảo dưỡng và khám sức khỏe lưu động (2%).

JVC là một trong những nhà phân phối thiết bị y tế hàng đầu Việt Nam, đặc biệt là đối với các dòng thiết bị chuẩn đoán hình ảnh (ví dụ: máy cộng hưởng từ MRI, máy chụp cắt lớp CT, máy siêu âm CR/DR). JVC cũng là nhà phân phối độc quyền các sản phẩm của hãng Hitachi (ví dụ: máy MRI, máy chụp CT, máy chụp X-quang) tại Việt Nam.

KQKD 9T2014: Doanh thu đạt 618 tỷ đồng, tăng 78% so với cùng kỳ; lợi nhuận ròng đạt 107 tỷ đồng, tăng 349% so với cùng kỳ.



Chúng tôi khuyến nghị **MUA** dài hạn đối với cổ phiếu CTCP Thiết bị Y tế Việt Nhật (JVC) với mức giá mục tiêu năm 2015 là **27.000 đồng (+23%** so với giá hiện tại):

- ❖ **Tăng trưởng "khủng" trong năm 2014:** Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận ròng của JVC sẽ đạt mức tăng trưởng lần lượt là **96%** và **407%** trong năm tài chính 2014 (kết thúc vào ngày 31/3/2015). Lợi nhuận ròng trong năm 2013 giảm **76%** do sự giải ngân y tế từ phía Chính phủ và World Bank bị dời từ nửa cuối năm 2013 sang năm 2014.
- ❖ **Dự địa tăng trưởng lớn trong các năm tới:** Gần đây, JVC đã huy động thành công 750 tỷ đồng từ việc phát hành cổ phiếu cho các cổ đông hiện hữu. Công ty sẽ dùng số tiền này để đầu tư vào các dự án mới: ký kết các hợp đồng liên kết mới, lắp ráp thêm 100 xe khám lưu động, góp vốn vào ba trung tâm khám bệnh và đầu tư vào mô hình SPD.
- ❖ **Chúng tôi dự phóng lãi ròng tăng 20% trong năm tài chính 2015:** Chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng doanh thu cũng sẽ đạt mức **20%** nhờ vào: (1) sự tăng trưởng chung toàn ngành thiết bị y tế (mảng phân phối: **+18%**), (2) nguồn doanh thu thêm từ các hợp đồng liên kết mới (doanh thu liên kết: **+50%**), (3) tăng trưởng cao từ mảng dịch vụ (**+97%**), và (3) nguồn doanh thu từ ba trung tâm khám bệnh công nghệ cao (50 tỷ đồng).
- ❖ **Rủi ro ngắn hạn:** Từ đầu năm nay, giá cổ phiếu JVC đã tăng **32%** so với mức **7%** của VN-Index. Thêm vào đó, 50 triệu cổ phiếu phát hành thêm sẽ bắt đầu được giao dịch vào ngày 24/2, khiến lực cung sẽ được tăng mạnh.

Xin vui lòng xem khuyến nghị ở cuối báo cáo này.

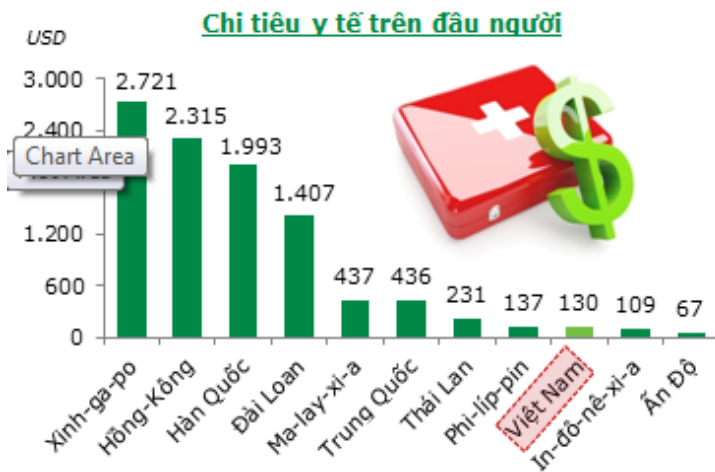
NỘI DUNG

TỔNG QUAN NGÀNH	3
Mảng thiết bị & vật tư y tế được kỳ vọng sẽ đạt tốc độ CAGR là 16% từ năm 2013 đến năm 2018.....	3
Những khó khăn còn tồn đọng	4
Các chính sách đầu tư công nổi bật trong lĩnh vực y tế.....	4
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP	5
Thông tin sơ lược.....	5
Các mảng kinh doanh chính	5
Bán thiết bị & vật tư – Doanh thu tăng 90% trong 9T2014	5
Đầu tư liên kết – Dự án được ký kết giúp tăng doanh số năm 2014	7
Dịch vụ – Lắp thêm 100 xe khám lưu động trong năm tài chính 2015.....	8
Các mảng hoạt động kinh doanh mới	10
Trung tâm CNC – Giải pháp cho sự quá tải tại các bệnh viện công.....	10
Mô hình SPD (Supply, Process & Distribution) – Cung ứng vật tư.....	11
Giả định và dự báo	12
Định giá	13
Phân tích kỹ thuật	14
<i>Phụ lục 1 – Cơ cấu sở hữu và Ban lãnh đạo.....</i>	<i>15</i>
<i>Phụ lục 2 – Các đợt phát hành cổ phiếu gần đây.....</i>	<i>15</i>
<i>Phụ lục 3 – Các dự án đầu tư trong năm 2015.....</i>	<i>15</i>
<i>Phụ lục 4 – Dự phóng của VPBS</i>	<i>16</i>

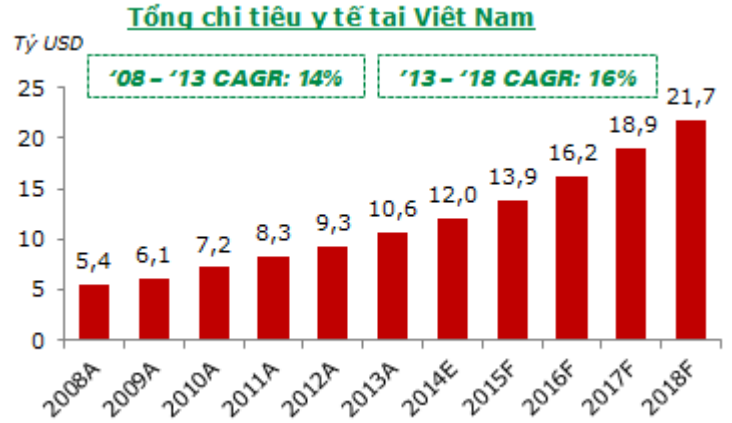
TỔNG QUAN NGÀNH

Mảng thiết bị & vật tư y tế tại Việt Nam được kỳ vọng sẽ đạt tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) là 16% từ năm 2013 đến năm 2018

Mức chi tiêu y tế trên đầu người tại Việt Nam mặc dù còn khá thấp trong khu vực, nhưng được dự phóng sẽ duy trì mức tăng trưởng cao từ năm 2013 đến năm 2018:

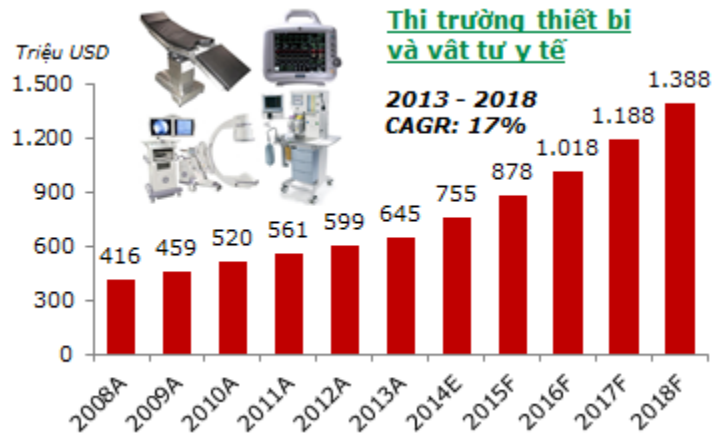


Nguồn: Business Monitor International

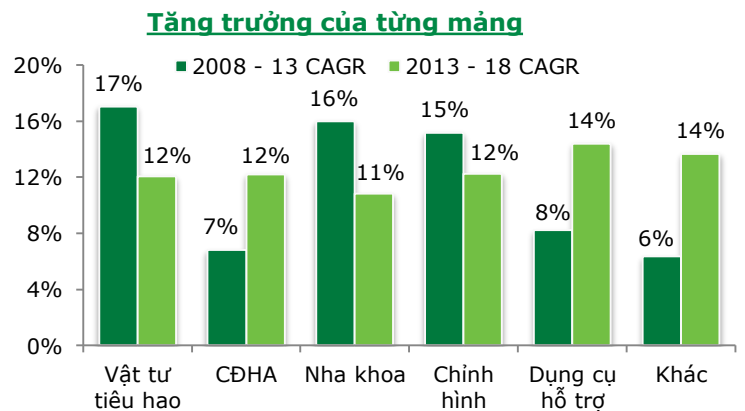


Nguồn: Business Monitor International

Sự tăng trưởng chi tiêu y tế sẽ là động lực thúc đẩy nhu cầu về thiết bị và vật tư y tế trong nước:



Nguồn: Business Monitor International

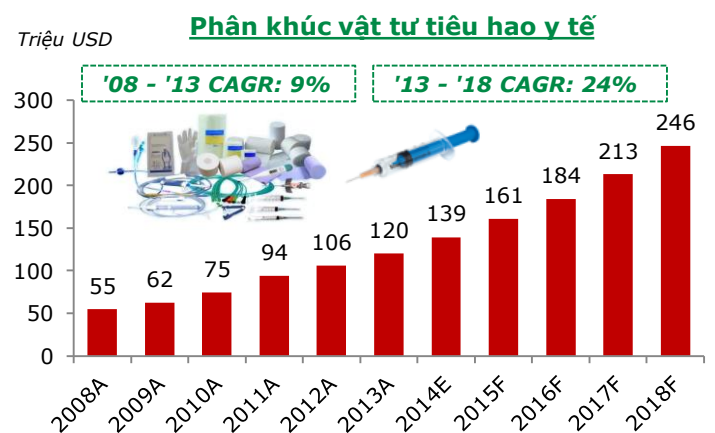


Nguồn: Business Monitor International

JVC là nhà phân phối thiết bị chuẩn đoán hình ảnh hàng đầu Việt Nam; JVC đặt mục tiêu trở thành nhà cung cấp tất cả các sản phẩm vật tư tiêu hao y tế cho các bệnh viện và phòng khám trong nước.



Nguồn: Business Monitor International



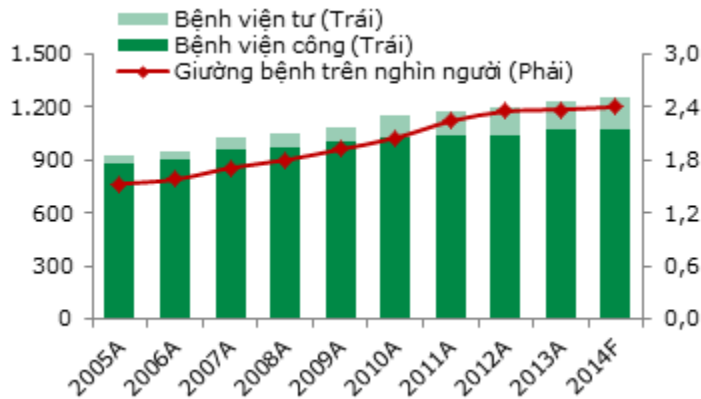
Nguồn: Business Monitor International

Bệnh viện tại Việt Nam luôn quá tải nhưng lại ít được đầu tư về cơ sở hạ tầng và trang thiết bị y tế do ngân sách hạn hẹp.

Những khó khăn còn tồn đọng

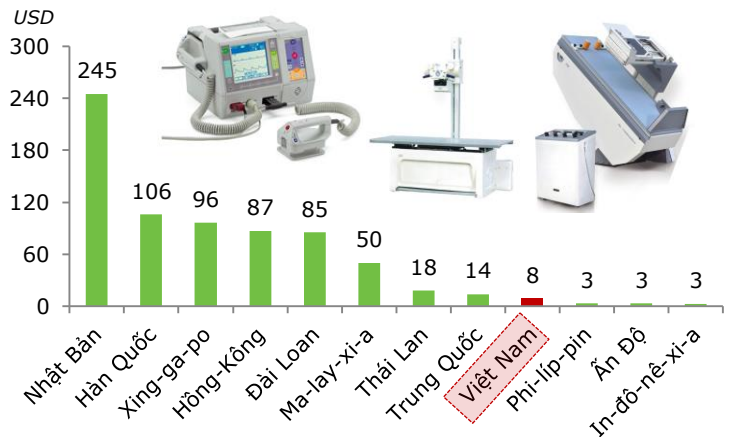
Việt Nam có khoảng 13.562 cơ sở khám chữa bệnh (bao gồm các bệnh viện, phòng khám và trạm y tế) trên toàn quốc vào thời điểm cuối năm 2013. Tuy vậy, khoảng 90% trong số đó là các cơ sở ở tuyến xã và phường – những nơi thường được trang bị rất ít giường bệnh và thiết bị y tế. Nếu tính riêng bệnh viện, tại thời điểm cuối năm 2013, Việt Nam có khoảng 1.069 bệnh viện với 167 trong số đó là bệnh viện tư, dẫn đến số giường trung bình trên 1.000 người ở mức 2,4 giường.

Số lượng bệnh viện tại Việt Nam (2005 – 2014)



Nguồn: Tổng cục Thống kê, Business Monitor International

Chi tiêu thiết bị & vật tư y tế trên đầu người (2014)



Nguồn: Business Monitor International

Ở Việt Nam, ngoại trừ tại các bệnh viện và phòng khám tư có mức phí cao, phần lớn các cơ sở khám chữa bệnh đều sử dụng thiết bị y tế quá đắt do ngân sách đầu tư y tế hạn hẹp. Mặc dù vậy, các cơ sở này thường xuyên quá tải do có chi phí dịch vụ được giữ ở mức thấp theo quy định của Bộ Y tế.

Các dự án y tế tại Việt Nam thường không đạt hiệu quả như mong muốn, do ảnh hưởng từ nạn tham nhũng.

Chi tiêu thiết bị & vật tư y tế trên đầu người tại Việt Nam đạt 8,2 USD trong năm 2014, vẫn còn khá thấp so với các nước láng giềng trong khu vực Châu Á Thái Bình Dương. Nhưng các dự án đầu tư công trong lĩnh vực y tế tại Việt Nam thường không đạt hiệu quả cao do chịu ảnh hưởng của nạn tham nhũng: (1) nhà cung cấp hối lộ bệnh viện để thắng thầu, hoặc (2) bệnh viện đem kinh phí được cấp đi mua máy móc cũ hoặc nhập lậu để hưởng khoản tiền chênh lệch.

Các chính sách đầu tư công nổi bật trong lĩnh vực y tế

Quyết định 47/2008/QĐ-TTG: Vào ngày 2 tháng 4 năm 2008, Thủ tướng Chính phủ ký quyết định phê duyệt tổng đầu tư 17.000 tỷ đồng trong giai đoạn từ năm 2008 đến năm 2010, để xây dựng cơ sở hạ tầng và đầu tư thiết bị y tế mới cho 621 bệnh viện trên toàn quốc.

Quyết định 47/2008/QĐ-TTG: Vào ngày 30 tháng 6 năm 2009, Thủ tướng Chính phủ ký quyết định phê duyệt tổng đầu tư lên tới 45.000 tỷ đồng để nâng cấp cơ sở hạ tầng và trang thiết bị cho một số bệnh viện công. Chi phí đầu tư sẽ được giải ngân theo từng đợt từ năm 2009 đến năm 2013.

Quyết định 184/QĐ-TTG: Ngày 24 tháng 1 năm 2014, Thủ tướng Chính phủ ký quyết định phê duyệt chi tiêu đầu tư y tế 12.000 tỷ đồng trong giai đoạn từ năm 2014 đến năm 2016, với nguồn vốn đến từ các đợt phát hành trái phiếu và tín phiếu mới của Chính phủ.

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

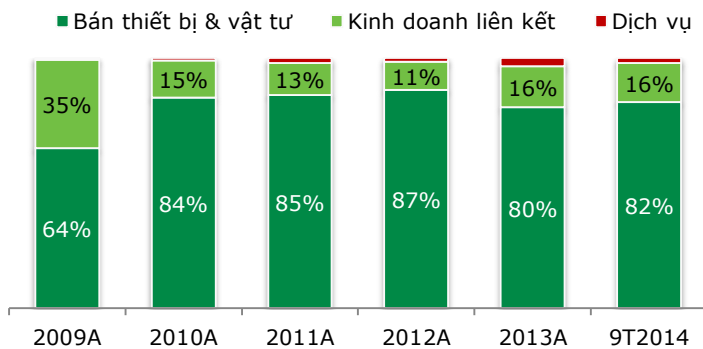
Thông tin sơ lược

JVC là nhà cung cấp thiết bị & vật tư y tế hàng đầu tại Việt Nam.



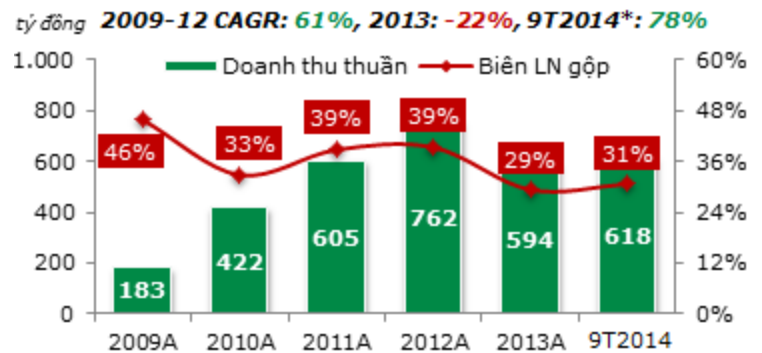
CTCP Thiết bị Y tế Việt Nhật (JVC) được thành lập vào năm 2001 với vốn điều lệ ban đầu là 6 tỷ đồng. Cuối năm 2014, JVC có vốn điều lệ tăng lên mức 568 tỷ đồng với 322 cán bộ công nhân viên. Ông Lê Văn Hưởng, thành viên sáng lập của JVC, đăng ký thành lập công ty khi vừa mới tốt nghiệp từ Học Viện Kỹ Thuật Tokyo. Tận dụng các mối quan hệ có được khi đang du học, ông Hưởng đã giúp JVC trở thành nhà phân phối độc quyền cho các thiết bị y tế của hãng Hitachi (ví dụ: máy MRI, máy CT-scanner). Ngoài ra, JVC cũng là nhà phân phối cho các hãng nổi tiếng trên thế giới như Toray Medical (nhà sản xuất máy chạy thận), hãng Carestream Kodak (sản xuất máy chụp x-quang CR/DR). JVC được niêm yết trên sàn HSX vào tháng 6 năm 2011.

Cơ cấu doanh thu JVC (2009 – 9T2014*)



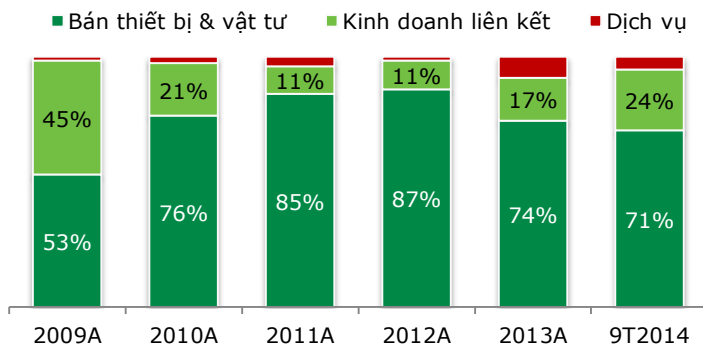
Nguồn: JVC

JVC khởi sắc và tăng trưởng mạnh trong năm 2014



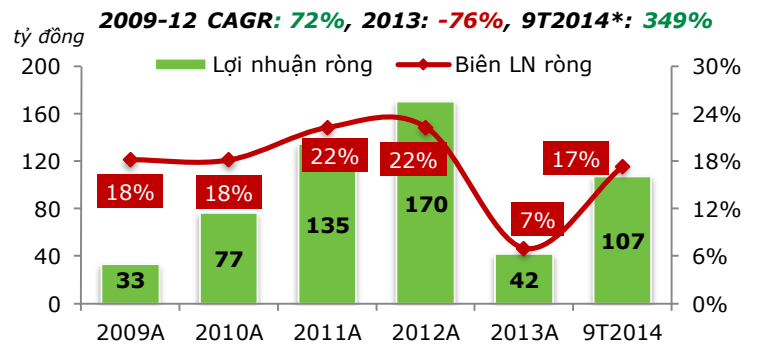
Nguồn: JVC

Cơ cấu lợi nhuận gộp của JVC (2009 – 9T2014*)



Nguồn: JVC | * Từ T1 đến T9 năm 2014 | Năm 2014, JVC chuyển ngày kết thúc năm tài chính từ 31/12/2014 sang 31/3/2015

Lợi nhuận ròng 9T2014* tăng 349% so với cùng kỳ:



Các mảng kinh doanh chính

Bán thiết bị & vật tư – Doanh thu tăng 90% trong 9T2014

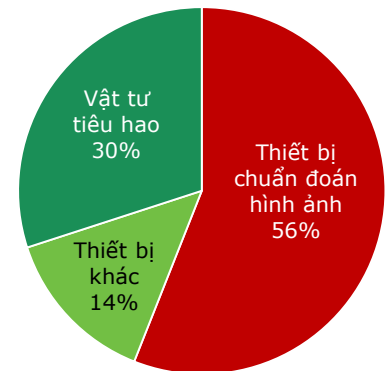
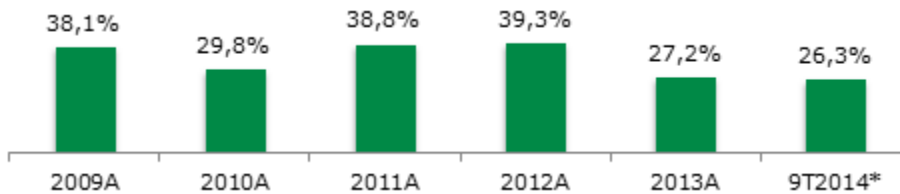
JVC mua thiết bị và vật tư y tế từ Hitachi và các nhà phân phối khác (chủ yếu các hãng ở Nhật), sau đó bán cho các bệnh viện trong nước. Nhờ có mạng lưới phân phối rộng ở Việt Nam nên khả năng đàm phán giá cả của JVC với các nhà cung cấp nước ngoài là khá cao. Đối với các khách hàng (bệnh viện), giá cả JVC đưa ra thường ở mức rất cạnh tranh do không phải cắt phí cho các bên ở giữa.

Bán thiết bị & vật tư – doanh thu tăng mạnh trở lại trong năm 2014

Cơ cấu DT bán hàng (2014)

Bán hàng	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	9T2014*
Doanh thu	116.994	354.961	515.817	665.607	477.891	509.324
Tăng (%)	19,8%	203,4%	45,3%	29,0%	-28,2%	88,7%

Biên LN gộp giảm trong năm 2013 và năm 2014 do JVC hạ giá bán để giảm hàng tồn kho:



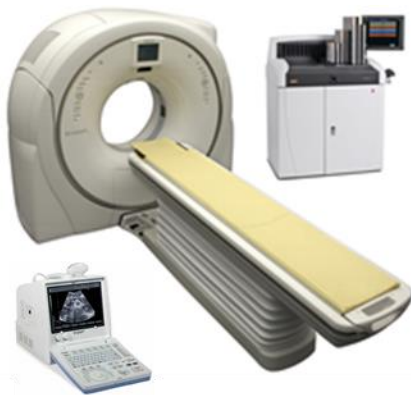
Đơn vị: triệu đồng. Nguồn: JVC | * Từ tháng 1 năm 2014 đến tháng 9 năm 2014

Nguồn: JVC

Máy chụp CT, siêu âm, X-quang

Vật tư y tế liên quan

Các nhà cung cấp nổi bật



Nguồn: JVC

Nguồn: JVC

Nguồn: JVC

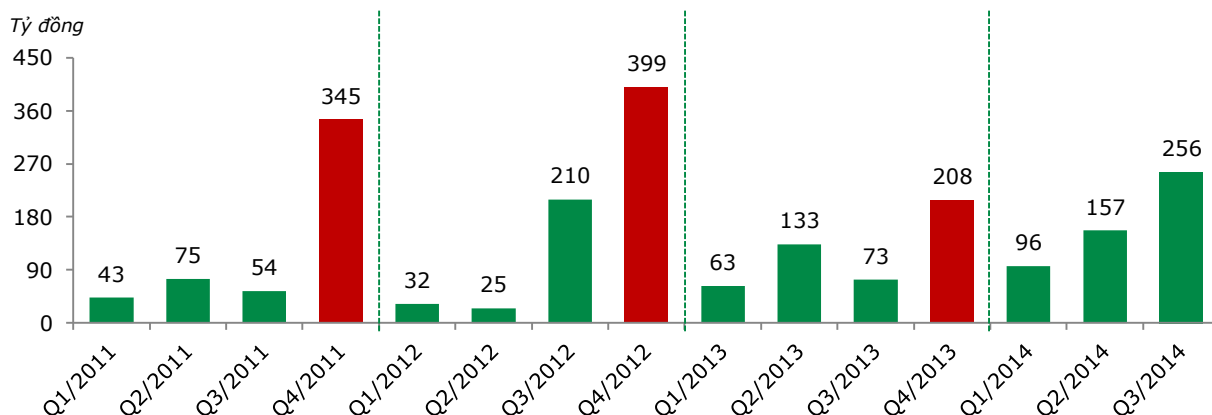
Doanh thu bán thiết bị và vật tư giảm khá mạnh trong năm 2013 do việc giải ngân chậm của một số dự án y tế lớn.

JVC chiếm thị phần lớn nhất (20%-30%) trong phân khúc thiết bị chuẩn đoán hình ảnh (CĐHA) (theo ước tính của chúng tôi). Công ty là nhà phân phối độc quyền các thiết bị y tế được sản xuất bởi Hitachi Medical System, ví dụ như máy MRI (giá thành từ 20 đến 30 tỷ đồng / bộ), máy chụp CT (giá từ 15 đến 20 tỷ đồng / bộ).

Nguồn doanh thu của mảng bán thiết bị và vật tư y tế đến từ ba nhóm chính: ngân sách đầu tư hàng năm của bệnh viện, chi tiêu công y tế từ phía Chính phủ (ngân sách nhà nước hoặc từ phát hành trái phiếu), và các khoản hỗ trợ từ các tổ chức phi chính phủ như World Bank hoặc Global Fund.

Doanh thu năm 2013 chịu tác động mạnh mẽ từ việc cắt ngân sách và chậm giải ngân đầu tư: Trong tháng 5 năm 2013, Thủ tướng đã ký Quyết định 09/CT-TTG yêu cầu ngừng giải ngân đối với các dự án chưa có thủ tục thanh toán đến cuối tháng 6 năm 2013. Quyết định này trực tiếp ảnh hưởng tới nguồn doanh thu của JVC, vì phần lớn các đơn đặt hàng mua thiết bị y tế thường được chuẩn bị trong nửa cuối của năm. Thêm vào đó, các dự án đầu tư y tế với nguồn vốn từ World Bank và Global Fund (JVC là một trong những nhà thầu tham gia) cũng bị giải ngân chậm trong năm 2013. Hai yếu tố trên là nguyên nhân chính khiến doanh thu bán thiết bị và vật tư y tế của JVC giảm **28%** trong năm 2013.

Doanh số bán thiết bị & vật tư y tế – Quý 4 thường là quý có doanh thu cao nhất



Nguồn: Báo cáo tài chính theo quý của JVC

Các dự án y tế được giải ngân trở lại trong năm 2014. Doanh thu bán hàng của JVC nhờ đó đã tăng 89% so với cùng kỳ trong 9T2014.

Bên cạnh thiết bị y tế, JVC cũng cung cấp các vật tư tiêu hao, chủ yếu là phim chụp dùng cho máy chuẩn đoán hình ảnh (năm 2013: chiếm 95% doanh thu bán vật tư). Các sản phẩm nổi bật là phim Fujifilm và phim Kodak Carestream.

Các dự án đầu tư y tế đã được giải ngân trở lại trong năm 2014. Nhờ vào đó và các dự án mới thắng thầu trong năm 2014, doanh thu bán hàng trong 9T2014 của JVC đã tăng mạnh 89% so với cùng kỳ năm trước, và tăng 91% so với cùng kỳ của năm 2012.

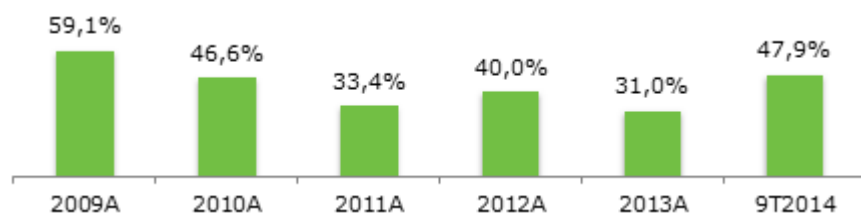
Chúng tôi dự phóng doanh thu bán thiết bị & vật tư sẽ tăng 9% trong năm tài chính 2015: Cụ thể, chúng tôi dự đoán doanh thu bán thiết bị y tế sẽ chỉ tăng 5% trong năm tài chính 2015, do nguồn doanh thu năm 2014 được hưởng lợi nhiều từ việc các dự án bị chậm giải ngân trong năm 2013. Từ năm tài chính 2016 đến 2019, chúng tôi dự phóng doanh thu bán thiết bị của JVC sẽ tăng đều từ 10% đến 15% mỗi năm, tương đương với mức dự báo của tổ chức Business Monitor International (BMI). Đối với mảng bán vật tư y tế, chúng tôi dự phóng doanh thu từ mảng này sẽ tăng 25% trong năm tài chính 2015, do các dự án đầu tư liên kết mới trong năm nay sẽ là động lực tăng trưởng. Ngoài ra, JVC cũng đang mở rộng danh mục các sản phẩm vật tư y tế nhằm đáp ứng tốt hơn nhu cầu của khách hàng.

Đầu tư liên kết – Dự án được ký kết giúp tăng doanh số năm 2014

Đầu tư liên kết (ĐTLK) với các bệnh viện trong nước (triệu đồng)

ĐTLK	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	9T2014*
Doanh thu	64.660	62.461	77.966	85.771	96.976	96.592
Tăng (%)	79,6%	-3,4%	24,8%	10,0%	13,1%	42,1%

Biên LN gộp – thay đổi theo từng năm do phụ thuộc vào mức phí thu của các bệnh viện liên kết:



Nguồn: JVC | * Từ T1/2014 đến T9/2014

Các bệnh viện liên kết với JVC



Nguồn: JVC

Hợp đồng đầu tư liên kết cho phép các bệnh viện nhập máy móc thiết bị mới mà không phải trả một khoản tiền lớn ngay từ ban đầu.

Hợp đồng đầu tư liên kết giúp bệnh viện có được thiết bị mới mà không phải trả khoản tiền lớn ngay từ ban đầu. Theo thỏa thuận đầu tư liên kết, JVC sẽ chuyển thiết bị mới đến các bệnh viện đối tác và nhận chia tỷ lệ khoản lợi nhuận có được từ việc vận hành các thiết bị này (thường là JVC 70% và bệnh viện 30%). Tương tự như mảng bán hàng, thiết bị CĐHA là nguồn doanh thu chính (chiếm 93% doanh thu mảng ĐTLK trong năm 2013).

Các hợp đồng ĐTLK thường kéo dài từ 5 đến 10 năm. Theo chia sẻ từ phía JVC, công ty luôn đặt kế hoạch thu hồi vốn trong vòng ba năm kể từ ngày ký kết hợp đồng. Các thiết bị y tế theo hợp đồng ĐTLK được giữ lại trên sổ sách của JVC trong phần tài sản cố định. Chi phí khấu hao của các thiết bị này cấu thành giá vốn hàng bán của mảng ĐTLK.

Doanh thu 9T2014 tăng 42% so với cùng kỳ nhờ vào việc ký kết các hợp đồng ĐTLK mới. Trong năm 2013, Bộ Y tế ra chỉ thị yêu cầu các bệnh viện công gia tăng thời gian xem xét trước khi ký kết các hợp đồng ĐTLK mới. Điều này đã làm chậm việc ký kết một số hợp đồng mà JVC đã đạt thỏa thuận với các bệnh viện công. Sang năm 2014, các hợp đồng này cuối cùng đã được ký kết và giúp doanh thu ĐTLK của JVC tăng trưởng mạnh trong 9T2014. Chúng tôi dự phóng doanh thu ĐTLK năm tài chính 2014 (1/4/2014 đến 31/3/2015) sẽ đạt 136 tỷ đồng, tăng 40% so với năm trước.

Chúng tôi ước tính doanh thu ĐTLK sẽ tăng 40% trong năm tài chính 2014 và 50% trong năm tài chính 2015. Trong năm nay, JVC sẽ chi khoảng 500 tỷ đồng cho việc mua sắm các thiết bị mới để phục vụ các hợp đồng ĐTLK. Nguồn vốn cho hoạt động đầu tư này đến từ đợt phát hành cổ phiếu gần đây cho các cổ đông hiện hữu (thu ròng 750 tỷ đồng – xem Phụ lục 2). Tính đến tháng 1 năm 2015, JVC đã đạt thỏa thuận đầu tư 25 máy CĐHA cho 21 bệnh viện, và hiện đang trong quá trình thương thảo đầu tư 46 máy chạy thận cho 18 bệnh viện. Mặc dù, JVC dự tính sẽ thu hồi các khoản đầu tư này trong vòng ba năm, nhưng chúng tôi thận trọng dự đoán các hợp đồng mới này sẽ giúp doanh thu của mảng ĐTLK tăng trưởng 50% trong năm tài chính 2015.

Dịch vụ – Lắp thêm 100 xe khám lưu động trong năm tài chính 2015

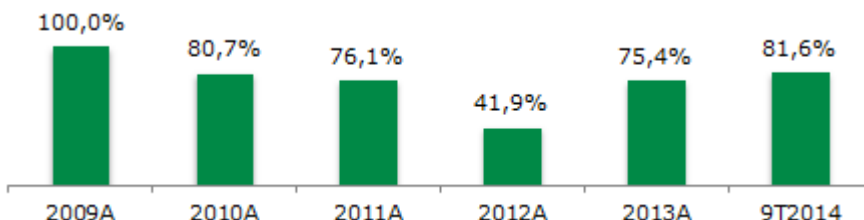
Mảng kinh doanh dịch vụ của JVC bao gồm hai phân khúc: sửa chữa bảo dưỡng máy móc đã bán (chiếm 40% doanh thu dịch vụ), và dịch vụ khám bệnh lưu động trong các khu công nghiệp (60% doanh thu dịch vụ).

Các dự án ĐTLK được ký kết và thực hiện trong năm 2014 và 2015 sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu của JVC trong những năm tới.

Dịch vụ – Bao gồm dịch vụ bảo dưỡng và khám lưu động

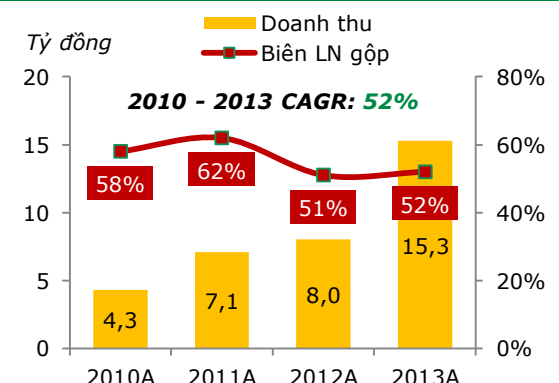
Dịch vụ	2009A	2010	2011A	2012A	2013A	9T2014*	
Doanh thu	1.261	4.332	11.598	10.362	19.190	12.011	
Tăng (%)		56,4%	243,5%	167,7%	-10,7%	85,2%	20,6%

Mảng dịch vụ có biên LN gộp cao nhất:



Đơn vị: triệu đồng. Nguồn: JVC | * Từ T1/2014 đến T9/2014

Trong đó, doanh thu khám lưu động:



Nguồn: JVC

Dịch vụ khám lưu động còn khá mới ở Việt Nam mặc dù mô hình này đã được triển khai rộng rãi và hiệu quả tại Nhật Bản (nơi xuất xứ). Các xe khám lưu động của JVC đáp ứng nhu cầu khám bệnh tại chỗ của các xí nghiệp trong khu công nghiệp. Mô hình hoạt động này có ưu điểm là công nhân không phải xin nghỉ để đi khám bệnh định kỳ hàng năm.

Thiết kế phòng khám lưu động – ví dụ điển hình:

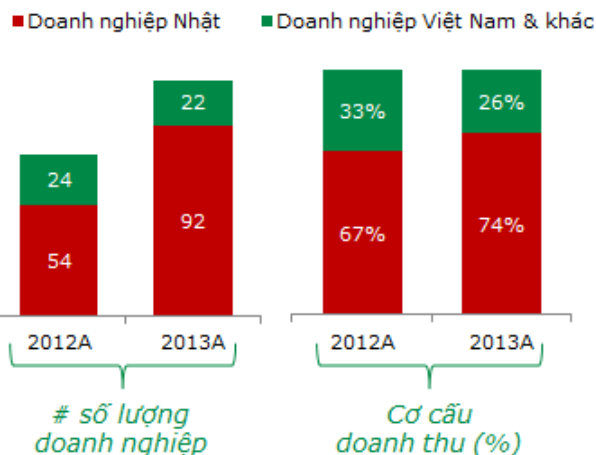


Năm 2014: 30 xe hoạt động (Bắc: 10; Nam: 20)

Nguồn: JVC

Mảng xe khám lưu động còn rất nhiều tiềm năng tăng trưởng do lượng xe hiện tại của JVC chỉ đáp ứng được từ 1% đến 2% nhu cầu thị trường.

Các doanh nghiệp Nhật là khách hàng chính:



Nguồn: JVC

Mảng xe khám lưu động còn khá nhiều tiềm năng tăng trưởng. Theo số liệu từ JVC, cả nước hiện có khoảng 371 khu công nghiệp (miền Bắc: 131, Trung: 39, và Nam: 201) với 7 triệu công nhân đang làm việc. Nếu giả định 300 nghìn đồng cho mỗi ca khám, thì tổng doanh thu thị trường khám bệnh định kỳ cho công nhân Việt Nam sẽ là 2.100 tỷ đồng. Với 30 xe khám đang hoạt động trong năm 2014, JVC mới chỉ đáp ứng 1% đến 2% tổng nhu cầu của thị trường này.

JVC dự kiến sẽ lắp thêm 100 xe khám lưu động trong năm 2015. Trong năm nay, JVC sẽ đầu tư 140 tỷ đồng để lắp ráp thêm 100 xe khám lưu động mới (chi phí lắp ráp trung bình 1,4 tỷ đồng mỗi xe), nâng tổng số xe lên 130 xe (20 xe ở miền Bắc và 80 xe ở miền Nam). Vốn đầu tư dự án này là từ đợt phát hành cổ phiếu gần đây (xin xem phụ lục 2 để biết thêm chi tiết).

Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng xe khám lưu động:

Tỷ đồng	2013A	FY2014E	FY2015F	FY2016F	FY2017F	FY2018F	FY2019F
Doanh thu xe khám	15,3	23,0	45,9	68,9	82,6	90,9	95,4
Tăng (%)	91,3%	50,0%	100,0%	50,0%	20,0%	10,0%	5,0%
Giá trị thị trường	2.100	2.100	2.205	2.315	2.431	2.553	2.680
Thị phần JVC	0,7%	1,1%	2,1%	3,0%	3,4%	3,6%	3,6%

FY: năm tài chính

Các mảng hoạt động kinh doanh mới

Vào ngày 14 tháng 1 năm 2015, JVC thông báo công ty đã phát hành thành công 50 triệu cổ phiếu cho các cổ đông hiện hữu, thu ròng về 750 tỷ đồng. Khoản thu này sẽ được dùng để đầu tư thêm máy móc thiết bị cho các hợp đồng ĐTLK mới, lắp ráp thêm 100 xe khám lưu động, và đầu tư vào hai mảng hoạt động mới: trung tâm khám bệnh công nghệ cao (CNC) và SPD.

Trung tâm CNC – Giải pháp cho sự quá tải tại các bệnh viện công

Như đã trình bày ở trên, các bệnh viện công tại Việt Nam luôn bị quá tải nhưng lại thiếu ngân sách đầu tư. Ở các bệnh viện này, bệnh nhân thường phải đợi khá lâu mới tới lượt khám của mình. Thêm vào đó, do thiếu giường bệnh, người bệnh tại một số bệnh viện nhiều khi phải nằm ghép giường. Đối diện với thực trạng này, một số bệnh viện đang xem xét kế hoạch đầu tư cơ sở khám chữa bệnh mới bằng nguồn vốn tư nhân; việc góp vốn đầu tư sẽ được thực hiện dưới dạng hợp tác từ hai phía.

JVC đang trong giai đoạn ký hợp đồng hợp tác đầu tư với ba bệnh viện công tại TP.HCM với trọng tâm là việc xây dựng ba trung tâm CNC tại mỗi bệnh viện. Ba đối tác của JVC sẽ là bệnh viện Gia Định, bệnh viện 7A và bệnh viện 115. Những trung tâm CNC này sẽ được trang bị các thiết bị máy móc hiện đại, ví dụ như máy MRI 1,5 Tesla (giá thị trường khoảng 30 tỷ đồng), máy chụp cắt lớp CT 128 lát (giá khoảng trên 50 tỷ đồng). Phần góp vốn từ phía JVC cho ba trung tâm này là 158 tỷ đồng, tương đương với 50% tổng chi phí đầu tư của dự án.

Ba bệnh viện trên đưa bệnh nhân tới các trung tâm CNC và sẽ chia lợi nhuận với JVC. Theo như thỏa thuận, các trung tâm CNC sẽ phục vụ 25% số lượng người bệnh tới bệnh viện trong ngày thường, và 100% số bệnh nhân vào hai ngày cuối tuần. Tỷ lệ chia lợi nhuận giữa JVC và phía bệnh viện sẽ là 50-50.

JVC dự kiến sẽ thu khoảng 50 tỷ đồng mỗi năm từ mảng hoạt động này sau khi các trung tâm CNC đi vào hoạt động ổn định. Hai trung tâm tại bệnh viện 115 và bệnh viện Gia Định sẽ đi vào hoạt động vào khoảng giữa năm 2015, trong khi trung tâm CNC tại bệnh viện 7A được dự kiến sẽ hoạt động trong năm 2016.

JVC dự tính tổng doanh thu từ ba trung tâm CNC sẽ đạt khoảng 150 tỷ đồng mỗi năm sau khi đi vào hoạt động ổn định.

Trung tâm CNC – BV 115



Diện tích: 700 m²
JVC góp: 48 tỷ đồng
Tổng vốn ĐT: 96 tỷ đồng

- **Hạ tầng cơ sở:** 3 tỷ đồng
- **Trang thiết bị:** 93 tỷ đồng
Máy chụp CT 128 lát
Máy MRI 1,5 Tesla
Máy X-quang DR
Máy nội soi
Máy lọc thận

- **Đi vào hoạt động:** T6/2015

Nguồn: JVC

Trung tâm CNC – BV Gia Định



Diện tích: 520 m²
JVC góp: 63 tỷ đồng
Tổng vốn ĐT: 126 tỷ đồng

- **Hạ tầng cơ sở:** 1,5 tỷ đồng
- **Trang thiết bị:** 124 tỷ đồng
Máy chụp CT 640 lát
Máy MRI 1,5 Tesla
Máy X-quang DR
Máy nội soi
Máy lọc thận

- **Đi vào hoạt động:** T6/2015

Nguồn: JVC

Trung tâm CNC – BV 7A



Diện tích: 720 m²
JVC góp: 47 tỷ đồng
Tổng vốn ĐT: 95 tỷ đồng

- **Hạ tầng cơ sở:** 1,5 tỷ đồng
- **Trang thiết bị:** 93 tỷ đồng
Máy chụp CT 128 lát
Máy MRI 1,5 tesla
Máy X-quang DR
Máy nội soi
Máy lọc thận

- **Đi vào hoạt động:** năm 2016

Nguồn: JVC

Chúng tôi dự phóng doanh thu từ các trung tâm khám bệnh CNC của JVC:

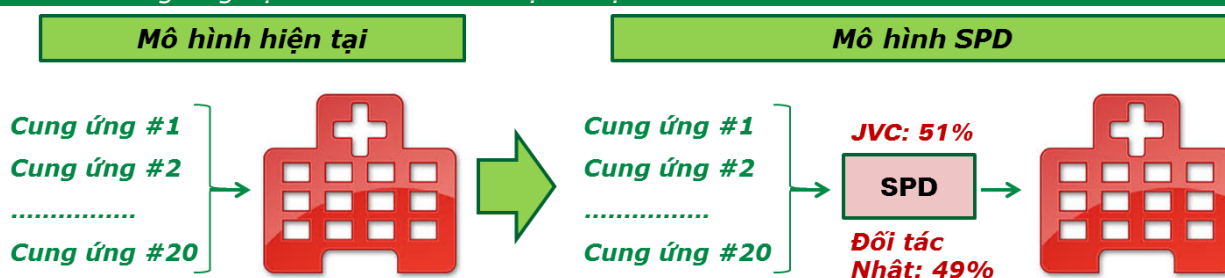
Tỷ đồng	FY2015F	FY2016F	FY2017F	FY2018F	FY2019F
Doanh thu	50,0	132,5	152,4	167,6	176,0
Tăng (%)		165,0%	15,0%	10,0%	5,0%

FY: năm tài chính

Vì năm 2015 là năm hoạt động đầu tiên của hai trung tâm CNC, chúng tôi dự phóng doanh thu từ mảng này trong năm tài chính 2015 sẽ chỉ đạt 50 tỷ đồng. Sang năm tài chính 2016, khi khu trung tâm tại bệnh viện 7A đi vào hoạt động, chúng tôi dự phóng nguồn thu trung bình cho JVC từ ba trung tâm này sẽ đạt khoảng 40 tỷ đồng / trung tâm.

Mô hình SPD (Supply, Process & Distribution) – Cung ứng vật tư

Mô hình cung ứng vật tư SPD vào các bệnh viện của JVC:



Nguồn: JVC

JVC theo đuổi mục tiêu trở thành nhà cung ứng vật tư duy nhất cho các bệnh viện. Tổng đầu tư từ phía JVC cho dự án này là 205 tỷ đồng.

Mỗi bệnh viện tại Việt Nam thường mua vật tư tiêu hao từ 20 đến 30 nhà cung ứng khác nhau. Do vậy, công tác nhập hàng thường thiếu hiệu quả, với khả năng bị ảnh hưởng bởi các yếu tố tham nhũng là khá cao.

Để khắc phục nhược điểm này, JVC triển khai mô hình SPD (bao thầu cung ứng vật tư) với hai bệnh viện công và tám bệnh viện tư sau khi nhận được sự đồng thuận từ Bộ Y tế và ban quản lý bệnh viện. Theo thỏa thuận này, JVC sẽ bao thầu toàn bộ danh mục vật tư tiêu hao và một số thiết bị y tế cho 10 bệnh viện này. Nếu thành công, mô hình này sẽ mang lại rất nhiều lợi ích cho cả hai bên.

Dự án này sẽ là bước đệm để JVC tham gia vào thị trường vật tư tiêu hao y tế có tổng quy mô là 139 triệu USD tại Việt Nam. Sau khi thử nghiệm thành công, mô hình này sẽ được nhân rộng tại các bệnh viện khác với chi phí đầu tư thêm không đáng kể. Đối với các bệnh viện đối tác, mô hình SPD sẽ làm giảm thiểu chi phí điều hành và các hoạt động tiêu cực.

Tổng đầu tư cho dự án này là 420 tỷ đồng, trong đó JVC góp 50% cùng với một đối tác Nhật Bản. Cơ cấu chi phí đầu tư là như sau: kho bãi – 63,0 tỷ đồng, hệ thống quản lý & điều hành – 31,5 tỷ đồng, phương tiện vận tải – 10,5 tỷ đồng, và chi phí vốn lưu động – 315,0 tỷ đồng.

Chúng tôi không đưa mảng kinh doanh SPD vào mô hình định giá trong báo cáo lần này. Lý do chính là việc thông tin chi tiết dự án SPD còn khá ít và chúng tôi chưa có đủ cơ sở để dự phóng kết quả kinh doanh của mảng kinh doanh này. Chúng tôi sẽ điều chỉnh mô hình định giá khi có được thêm thông tin về tiến độ triển khai dự án của JVC.

Giả định và dự báo

Doanh thu	2012A	2013A	FY2014E	FY2015F	FY2016F	FY2017F	FY2018F	FY2019F
(1) Bán hàng	665.607	477.891	1.000.200	1.090.250	1.278.813	1.457.295	1.643.432	1.829.359
Tăng trưởng	29,0%	-28,2%	109,3%	9,0%	17,3%	14,0%	12,8%	11,3%
- Thiết bị Y tế	571.000	320.000	800.000	840.000	966.000	1.081.920	1.211.750	1.332.925
Tăng trưởng	n/a	-44,0%	150,0%	5,0%	15,0%	12,0%	12,0%	10,0%
- Vật tư Y tế	88.000	154.000	200.200	250.250	312.813	375.375	431.681	496.433
Tăng trưởng	n/a	75,0%	30,0%	25,0%	25,0%	20,0%	15,0%	15,0%
(2) ĐTLK	85.771	96.976	135.766	203.650	264.744	317.693	349.463	366.936
Tăng trưởng	10,0%	13,1%	40,0%	50,0%	30,0%	20,0%	10,0%	5,0%
(3) Dịch vụ	10.362	19.190	25.339	50.901	74.301	89.014	98.168	103.643
Tăng trưởng	-10,7%	85,2%	32,0%	100,9%	46,0%	19,8%	10,3%	5,6%
- Khám bệnh	8.000	15.300	22.950	45.900	68.850	82.620	90.882	95.426
Tăng trưởng	12,7%	91,3%	50,0%	100,0%	50,0%	20,0%	10,0%	5,0%
- Bảo dưỡng	2.362	3.890	2.389	5.001	5.451	6.394	7.286	8.217
(4) Trung tâm CNC	0	0	0	50.000	132.500	152.375	167.613	175.993
Tăng trưởng	n/a	n/a	n/a	n/a	165,0%	15,0%	10,0%	5,0%
Doanh thu JVC	761.740	594.057	1.161.306	1.394.801	1.750.358	2.016.377	2.258.675	2.475.931
Tăng trưởng	25,8%	-22,0%	95,5%	20,1%	25,5%	15,2%	12,0%	9,6%
Biên LN gộp	2012A	2013A	FY2014E	FY2015F	FY2016F	FY2017F	FY2018F	FY2019F
Bán thiết bị & vật tư	39,3%	27,2%	32,0%	30,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
Đầu tư liên kết	40,0%	31,0%	40,0%	42,0%	46,0%	50,0%	52,0%	54,0%
Dịch vụ	41,9%	75,4%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%
Trung tâm CNC	n/a	n/a	n/a	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%
Biên LN gộp JVC	39,4%	29,3%	33,8%	35,0%	36,4%	37,2%	37,4%	37,3%

Đơn vị: triệu đồng | FY: năm tài chính

Bán thiết bị & vật tư y tế: Chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng doanh thu bán hàng của JVC sẽ tương đương với mức dự báo của BMI. (Năm tài chính 2014: từ T4/2014 đến T3/2015, các năm sau theo khung thời gian tương tự).

Mảng ĐTLK & Dịch vụ: Chúng tôi dự báo sự tăng trưởng doanh thu mảng ĐTLK sẽ đến từ khoản đầu tư mua thêm thiết bị y tế (500 tỷ đồng như đã trình bày ở trên) để phục vụ các hợp đồng mới. Trong khi đó, sự tăng trưởng của mảng dịch vụ đến từ việc lắp đặt thêm 100 xe khám lưu động trong năm tài chính 2015.

Trung tâm khám CNC: JVC kỳ vọng sẽ thu trung bình 50 tỷ đồng mỗi năm từ mỗi trung tâm CNC. Dự phóng năm 2015 của chúng tôi thấp hơn các năm khác, do năm nay là năm đầu tiên các trung tâm đi vào hoạt động.

Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp của mảng bán hàng sẽ giảm từ 30% trong năm tài chính 2014 xuống mức 28% năm tài chính 2016, do sự cạnh tranh từ các đối thủ. Đối với mảng ĐTLK, biên lợi nhuận gộp sẽ tăng từ 40% năm tài chính 2014 lên mức 54% năm tài chính 2019, do doanh thu sẽ tăng trưởng cao hơn so với chi phí khấu hao. Đối với mảng kinh doanh trung tâm khám bệnh CNC, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp là 80%, tương đương với mức dự báo của JVC.

Các giả định khác:

	2012A	2013A	FY2014E	FY2015F	FY2016F	FY2017F	FY2018F	FY2019F
CPBH & QLDN, % DT	4,4%	6,5%	7,0%	7,2%	7,4%	7,6%	7,8%	8,0%
Số ngày phải thu	345	249	258	219	205	195	184	185
Số ngày hàng tồn kho	183	396	265	210	190	182	184	178
Số ngày phải trả	68	68	74	53	48	32	33	29
CP Đầu tư (triệu đồng)	159.827	177.726	200.000	593.000	150.000	150.000	100.000	50.000

Định giá

Chiết khấu dòng tiền (DCF) – JVC được định giá ở mức 29.700 đồng/cp

- *Lãi suất phi rủi ro* được lấy từ lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm, hiện tương đương với 5,5%.
- *Tỷ suất thặng dư rủi ro* của Việt Nam được xác định ở mức 8,86%.
- Chi phí vốn cổ phần được ước tính là 14,1% theo mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) với beta là 0,97 (tương đương với nhóm công ty cùng ngành).
- *Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)* là 13,2%.
- *Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn* của JVC là 3,0%.

		WACC				
		12,2%	12,7%	13,2%	13,7%	14,2%
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn	1,0%	28.400	26.900	25.500	24.300	23.100
	2,0%	30.800	29.000	27.400	26.000	24.700
	3,0%	33.700	31.600	29.700	28.000	26.500
	4,0%	37.300	34.700	32.500	30.500	28.700
	5,0%	41.800	38.700	36.000	33.500	31.400

Phương pháp so sánh thị trường – nhóm công ty cùng ngành

Công ty	Nước	Triệu USD	Biên LN gộp trượt	Biên LN ròng trượt	Nợ vay / VCSH trượt	ROA trượt	ROE trượt	P/E trượt	P/B trượt	P/E tương đối	P/B tương đối
Enseval Putera Megatradin PT	In-đô-nê-xi-a	621	11,4%	3,1%	4,5%	9,2%	16,4%	15,0x	2,3x	0,6x	1,0x
Pharmaniaga Berhad	Ma-lay-xi-a	355	16,1%	3,8%	70,5%	6,6%	15,1%	16,4x	2,5x	1,2x	2,6x
Vimedimex Medi-pharma JSC	Việt Nam	7	8,0%	0,3%	600,0%	0,6%	17,1%	5,2x	0,9x	0,4x	0,5x
Danameco Medical JSC	Việt Nam	7	29,2%	9,2%	54,8%	13,8%	29,3%	6,7x	1,8x	0,5x	1,0x
Millennium Pharmacon Intl PT	In-đô-nê-xi-a	5	9,3%	0,4%	155,7%	1,2%	5,1%	11,2x	0,5x	0,5x	0,2x
Trung bình			14,8%	3,3%	177,1%	6,3%	16,6%			0,6x	1,1x
Trung vị			11,4%	3,1%	70,5%	6,6%	16,4%			0,5x	1,0x
CTCP Thiết bị Y tế Việt Nhật	Việt Nam	126	30,0%	14,5%	42,3%	7,3%	12,6%	11,0x	1,3x	0,8x	0,7x

Nguồn: VPBS, Bloomberg. Dữ liệu tại ngày 12/2/2015

Chúng tôi nhận thấy mức P/E tương đối của JVC (0,8 lần) đang cao hơn 33% so với mức trung bình của nhóm công ty cùng ngành (0,6 lần). Chúng tôi cho rằng mức thặng dư này là hợp lý do tiềm năng tăng trưởng của JVC trong những năm tới là khá cao. Thêm vào đó, các chỉ số cơ bản của JVC cũng cho thấy công ty đang hoạt động khá hiệu quả so với nhóm cùng ngành. Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận ròng của JVC sẽ lần lượt tăng trưởng 96% và 407% trong năm tài chính 2014 (1/4/2014 đến 31/3/2015). Từ năm tài chính 2014 đến 2019, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lãi ròng của JVC sẽ đạt tốc độ CAGR lần lượt là 16% và 21%.

Giá mục tiêu

Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng
DCF	29.700	50%
2015 P/E (11 lần)	24.900	50%
Giá mục tiêu (đồng/cp)	27.000	

Chúng tôi dự phóng mức P/E của JVC năm 2015 sẽ là 11 lần, bằng 0,8 lần so với mức P/E hiện tại của VN-Index (13,8 lần).

Phân tích kỹ thuật

Đồ thị kỹ thuật cổ phiếu JVC cho thấy sự đảo chiều trong xu hướng tăng giá ngắn hạn của cổ phiếu này sau khi đạt đỉnh tại 25.300 đồng. Thị giá JVC đã giảm khá mạnh trong vài phiên gần đây và đồ thị giá đã rơi xuống phía dưới các ngưỡng hỗ trợ ngắn hạn tạo bởi các đường MA5 và MA10. Hiện tại, JVC đang giao dịch tại ngưỡng hỗ trợ của đường MA20 là 21.500. Ngưỡng hỗ trợ mạnh hơn, tạo bởi đường MA50 thì nằm tại mức 19.000.

Về mặt lý thuyết, JVC vẫn đang nằm trong kênh tăng giá trung hạn. Tuy nhiên, xu hướng ngắn hạn của cổ phiếu này đang có dấu hiệu kết thúc. Chúng tôi cho rằng JVC sẽ tiếp tục có xu hướng giảm trong một vài tuần nữa để kiểm tra lại vùng hỗ trợ tại 19.000.

Tại ngày 12/2/2015	JVC (đồng/cp)
Thời gian phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	25.300
Giá thấp nhất trong 3 tháng	15.500
Đường MA 50 ngày	19.000
Kháng cự trung hạn	25.300
Hỗ trợ trung hạn	19.000
KHUYẾN NGHỊ	NĂM GIỮ

Do vậy, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu JVC trong báo cáo lần này.



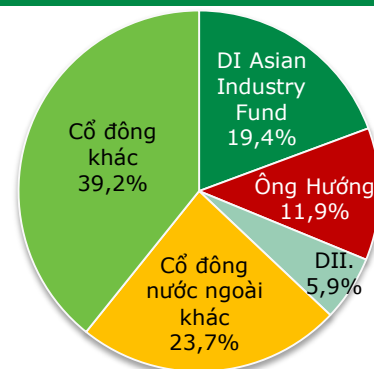
Phụ lục 1 – Cơ cấu sở hữu và Ban lãnh đạo

Cổ đông lớn (>5%)	SL cổ phiếu	Tỷ lệ sở hữu
DI Asian Industry Fund LP	21.767.970	19,35%
Lê Văn Hưởng	13.335.987	11,85%
Dream Incubator, Inc. (DII)	6.585.614	5,85%
Amersham Industries Limited	6.484.712	5,76%
Vietnam Holding Limited	2.804.054	4,94%

Hội đồng Quản trị	Chức vụ	Ghi chú
Lê Văn Hưởng	Chủ tịch	Người sáng lập
Nguyễn Phương Hạnh	Thành viên	Phó Giám đốc
Phạm Văn Thanh	Thành viên	Phó Giám đốc
Nguyễn Thị Quỳnh Anh	Thành viên	Phó Giám đốc
Hồ Bích Ngọc	Thành viên	Kế toán trưởng
Hosono Kyohei	Thành viên	Giám đốc Dream Incubator
Tashiro Masaaki	Thành viên	Giám đốc Dream Incubator

Ban Điều hành	Chức vụ	Ghi chú
Lê Văn Hưởng	Giám đốc	Thành viên sáng lập
Nguyễn Phương Hạnh	Phó Giám đốc	Gia nhập từ năm 2002
Phạm Văn Thanh	Phó Giám đốc	Gia nhập từ năm 2002
Nguyễn Thị Quỳnh Anh	Phó Giám đốc	Gia nhập từ năm 2003

Cơ cấu sở hữu



Năm	SL cổ phiếu lưu hành
2015	112.500.171
2014	112.500.171
2013	56.818.530
2012	35.419.999
2011	24.200.000

Nguồn: JVC

Phụ lục 2 – Các đợt phát hành cổ phiếu gần đây

Từ tháng 1 năm 2013 đến tháng 12 năm 2013:

- **9.917.600 cổ phiếu** phát hành cho cổ đông hiện hữu với mức giá 15.000 đồng / cổ phiếu. Thu ròng 148 tỷ đồng.
- **4.070.000 cổ phiếu** được phát hành để hoán đổi cổ phiếu với cổ đông của Kyoto Medical Science Limited, công ty liên kết của JVC
- **7.410.931 cổ phiếu** phát hành để trả cổ tức 15% trên mệnh giá

Từ tháng 10 năm 2014 đến tháng 1 năm 2015:

- **5.681.853 cổ phiếu** để trả cổ tức 10%
- **50.000.076 cổ phiếu** phát hành cho cổ đông hiện hữu với mức giá 15.000 đồng / cổ phiếu. Thu ròng 750 tỷ đồng sẽ được dùng cho các dự án đầu tư mới với tổng chi phí đầu tư là 1.008 tỷ đồng.

Phụ lục 3 – Các dự án đầu tư trong năm 2015

Các dự án	Ghi chú	Đv: tỷ đồng
Phòng khám lưu động	Lắp thêm 100 xe khám mới, nâng tổng số xe lên 130 xe	140
Đầu tư liên kết	Máy chuẩn đoán hình ảnh, đã đạt thỏa thuận với 21 bệnh viện	426
	Máy xét nghiệm sinh hóa, đang thương thảo với 18 bệnh viện	69
Trung tâm khám bệnh CNC	Đầu tư tại ba bệnh viện: Bệnh viện 115, Gia Định và 7A. Các đối tác tiềm năng: Bệnh viện Bạch Mai và bệnh viện K	158
Nhà thầu vật tư (SPD)	Khách hàng tiềm năng: 2 bệnh viện công và 8 bệnh viện tư	215
Tổng đầu tư		1.008

Phụ lục 4 – Dự phóng của VPBS

Ghi chú: Bắt đầu từ năm 2014, JVC sẽ thay đổi ngày kết thúc năm tài chính từ ngày 31/12 sang ngày 31/3. Do vậy báo cáo tài chính của JVC trong năm 2014 sẽ thể hiện số liệu từ ngày 1/1/2014 cho đến ngày 31/3/2015.

Trong bảng dự phóng dưới đây của chúng tôi, năm tài chính 2014 sẽ bao gồm giai đoạn từ ngày 1/4/2014 cho đến ngày 31/3/2015, và các năm tiếp theo có khung thời gian tương tự.

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)	2012A	2013A	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Doanh thu	762	594	1.161	1.395	1.750	2.016	2.259	2.476
% tăng trưởng	25,8%	-22,0%	95,5%	20,1%	25,5%	15,2%	12,0%	9,6%
Giá vốn hàng bán	462	420	769	907	1.112	1.265	1.414	1.552
Lợi nhuận gộp	300	174	392	488	638	751	845	924
Chi phí bán hàng và quản lý DN	34	38	81	100	130	153	176	198
EBIT	266	136	311	388	508	598	669	726
Khấu hao	57	70	84	122	147	164	173	174
EBITDA	323	206	395	509	656	761	841	899
Doanh thu tài chính	1	2	2	6	2	1	1	1
Chi phí tài chính	42	54	55	69	66	63	56	44
Lợi nhuận (chi phí) khác	2	(23)	14	2	3	3	3	4
Lợi nhuận trước thuế	227	61	271	326	447	538	617	687
Chi phí thuế	57	20	60	72	89	108	123	137
<i>Thuế suất hiệu dụng</i>	<i>25,0%</i>	<i>32,0%</i>	<i>22,0%</i>	<i>22,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>
LNST cổ đông công ty mẹ	170	42	211	254	357	431	493	549
% tăng trưởng	26,2%	-75,5%	407,2%	20,4%	40,4%	20,6%	14,5%	11,3%
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	4.085	792	2.985	2.262	3.175	3.829	4.385	4.882

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	2012A	2013A	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Tiền và các khoản tương đương tiền	12	57	572	184	96	66	67	107
Các khoản phải thu	721	406	822	836	981	1.078	1.139	1.253
Hàng tồn kho	232	456	559	523	580	632	713	758
Tài sản ngắn hạn khác	60	240	361	203	169	137	155	206
Tài sản ngắn hạn	1.025	1.158	2.315	1.746	1.826	1.913	2.075	2.324
Tài sản cố định	293	448	564	877	880	867	794	670
Tài sản dài hạn khác	2	11	14	172	172	172	172	172
Tài sản dài hạn	308	472	591	1.220	1.223	1.210	1.137	1.013
Tổng tài sản	1.332	1.630	2.906	2.966	3.049	3.123	3.211	3.337
Các khoản phải trả	86	78	157	131	147	110	126	123
Vay nợ ngắn hạn	417	395	548	509	489	441	253	68
Nợ ngắn hạn khác	114	140	154	158	153	146	138	127
Nợ ngắn hạn	617	612	859	798	789	697	517	318
Vay nợ dài hạn	18	33	100	80	40	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	33	33	33	33	33	33	33
Nợ dài hạn	18	67	133	113	73	33	33	33
Nợ phải trả	635	679	993	911	862	730	550	352
Vốn cổ phần & thặng dư vốn cổ phần	426	721	1.528	1.528	1.528	1.528	1.528	1.528
Lợi nhuận chưa phân phối	263	213	368	510	642	848	1.116	1.441
Vốn chủ sở hữu	697	951	1.913	2.055	2.187	2.393	2.661	2.985
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0	0	0	0
Tổng nguồn vốn	1.332	1.630	2.906	2.966	3.049	3.123	3.211	3.337

BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2012A	2013A	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
LCTT từ hoạt động kinh doanh	(266)	119	(255)	377	346	434	514	500
LCTT từ hoạt động đầu tư	(160)	(161)	(200)	(593)	(150)	(150)	(100)	(50)
LCTT từ hoạt động tài chính	407	87	971	(172)	(285)	(314)	(413)	(410)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(19)	45	516	(389)	(88)	(30)	1	40
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	31	12	57	572	184	96	66	67
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	12	57	572	184	96	66	67	107
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(396)	(23)	(415)	(166)	244	326	449	474
PHÂN TÍCH CHỈ SỐ	2012A	2013A	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Chỉ số định giá								
Chỉ số P/E		61,0x	12,0x	10,0x	7,1x	5,9x	5,2x	4,6x
Chỉ số PEG		(0,8x)	0,0x	0,5x	0,2x	0,3x	0,4x	0,4x
EV / EBIT		10,0x	4,4x	3,5x	2,7x	2,3x	2,0x	1,9x
EV / EBITDA		6,6x	3,4x	2,7x	2,1x	1,8x	1,6x	1,5x
Chỉ số P/S		4,3x	2,2x	1,8x	1,5x	1,3x	1,1x	1,0x
Chỉ số P/B		2,7x	1,3x	1,2x	1,2x	1,1x	1,0x	0,9x
Cổ tức trên 1 cổ phiếu (đồng)	2.000	0	0	1.000	2.000	2.000	2.000	2.000
Chỉ số sinh lời								
Biên LN gộp	39,4%	29,3%	33,8%	35,0%	36,4%	37,2%	37,4%	37,3%
Biên EBITDA	42,4%	34,7%	34,0%	36,5%	37,5%	37,8%	37,2%	36,3%
Biên LN hoạt động	35,0%	22,9%	26,8%	27,8%	29,0%	29,6%	29,6%	29,3%
Biên LN ròng	22,3%	7,0%	18,2%	18,2%	20,4%	21,4%	21,8%	22,2%
Tỷ số LN/tổng tài sản	16,3%	2,8%	9,3%	8,7%	11,9%	14,0%	15,6%	16,8%
Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu	31,7%	5,1%	14,8%	12,8%	16,8%	18,8%	19,5%	19,5%
Chỉ số đòn bẩy								
Tỷ số thanh toán lãi vay	6,8x	2,6x	6,1x	6,0x	8,6x	11,3x	15,2x	23,9x
Tỷ số thanh toán lãi vay và CPĐT từ EBITDA	1,6x	0,9x	1,6x	1,0x	3,1x	3,8x	5,8x	11,2x
Tỷ số nợ vay/tổng nguồn vốn	47,6%	41,6%	34,2%	30,7%	28,3%	23,4%	17,1%	10,5%
Tỷ số nợ vay/vốn chủ sở hữu	59,8%	41,5%	28,7%	24,8%	22,4%	18,4%	9,5%	2,3%
Chỉ số thanh khoản								
Hệ số vòng quay tài sản	0,7x	0,4x	0,5x	0,5x	0,6x	0,7x	0,7x	0,8x
Hệ số vòng quay các khoản phải thu (ngày)	345,5	249,5	258,4	218,9	204,6	195,1	184,1	184,7
Hệ số vòng quay các khoản phải trả (ngày)	67,6	67,8	74,4	52,7	48,1	31,8	32,6	28,8
Hệ số vòng quay hàng tồn kho (ngày)	183,4	396,2	265,3	210,5	190,4	182,4	184,1	178,2
Hệ số thanh toán hiện hành	1,7x	1,9x	2,7x	2,2x	2,3x	2,7x	4,0x	7,3x
Hệ số thanh toán nhanh	1,3x	1,1x	2,0x	1,5x	1,6x	1,8x	2,6x	4,9x

HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

Mua: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

Giữ: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến 15%

Bán: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

Barry David Weisblatt

Giám đốc Khối Phân tích
barryw@vpbs.com.vn

Lưu Bích Hồng

Giám đốc - Phân tích cơ bản
honglb@vpbs.com.vn

Nguyễn Hữu Toàn

Chuyên viên phân tích
toannh@vpbs.com.vn

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

Marc Djandji, CFA

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức
& Nhà đầu tư Nước ngoài
marcdjandji@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 158

Lý Khắc Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân
dungld@vpbs.com.vn
+844 3974 3655 Ext: 335

Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1
Thành phố Hồ Chí Minh
phuongvv@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 130

Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2
Thành phố Hồ Chí Minh
domalux@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 128

Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ
Hà Nội
vinhtd@vpbs.com.vn
+844 3835 6688 Ext: 369

Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai
Thành phố Hồ Chí Minh
vinhnd@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 146

Khuyến cáo

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
T - +84 (0) 4 3974 3655
F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
T - +84 (0) 8 3823 8608
F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,
Quận Hải Châu, Đà Nẵng
T - +84 (0) 511 356 5419
F - +84 (0) 511 356 5418