

**JVC [HSX]**

**MUA**

**Giá mục tiêu**

**VND 25.200**

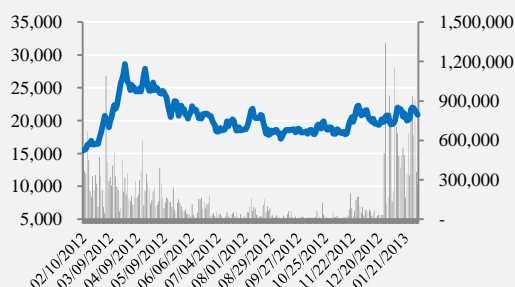
**Premium**

**+ 22,3%**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

Giá (25/01/13)	VND	20.600
Vốn hóa thị trường	Tỷ VND	740,3
Cổ phần lưu hành	Triệu CP	35,4
Free - float	Triệu CP	7,5
Giá trị doanh nghiệp	Tỷ VND	1.080
Thay đổi giá (30 ngày)	%	7,18
KLGD bình quân (30 ngày)	CP	534,1
Ngành nghề	Thiết Bị Y Tế	

**LỊCH SỬ GIÁ**



**THAY ĐỔI GIÁ**

	1T	3T	12T
Thay đổi	7.18%	12.37%	27.02%
vs. VN-Index	-4.16%	-13.00%	12.85%

Chuyên viên

**Lê Duy Khánh**

(+084 8) 3914 6888

leduykhanh@baoviet.com.vn

Chúng tôi khuyến nghị “MUA” JVC với giá mục tiêu 25.200 đồng/cp theo phương pháp định giá P/E. JVC đang ngày càng khẳng định vị thế dẫn đầu của mình trong ngành Thiết bị Y tế với việc liên tục huy động vốn và đầu tư mở rộng quy mô doanh nghiệp, cả về vốn chủ sở hữu, tài sản và doanh thu. Tốc độ tăng trưởng bình quân của ngành dự báo đạt 11.9%/năm trong 3 năm tới và đạt quy mô 27.000 tỷ đồng vào năm 2016. Qua 12 năm hoạt động, JVC đã xây dựng được những lợi thế nhất định như thiết lập được quan hệ truyền thống với mạng lưới các bệnh viện trong cả nước và là đại lý phân phối chính thức của các hãng thiết bị y tế hàng đầu thế giới. Ngoài ra, doanh thu từ mảng liên kết TBVT sẽ đảm bảo tính bền vững cho JVC trong dài hạn. Do đó, với P/E dự phóng 4,54 lần trong năm 2013, chúng tôi cho rằng JVC là cổ phiếu tốt để đầu tư cả trong ngắn hạn và dài hạn.

**Cập nhật 2012.** Kết thúc năm 2012, JVC đạt 761,74 tỷ DTT, tăng 25,83% so với 2011. LNST đạt 171,88 tỷ, tăng 27,5% so với cùng kỳ và hoàn thành 91,6% kế hoạch LNST năm 2012 (187,5 tỷ). Tuy lãi vay trong năm tăng nhưng tỷ lệ chi phí quản lý/DTT giảm đã giúp JVC duy trì được biên lợi nhuận ròng.

**Khoản phải thu ngày càng chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu tài sản.** Tuy nhiên, các khoản phải thu tăng mạnh cuối năm 2012 chỉ mang tính thời điểm và cũng là đặc thù riêng của ngành mua bán trang thiết bị y tế.

**Cơ cấu nguồn vốn đang chuyển dịch theo hướng tăng cường nợ vay.** Với các khoản phải thu tăng mạnh, JVC đã tăng các khoản vay ngắn hạn để tài trợ cho vốn lưu động của công ty. Tỷ lệ nợ vay/TTS và nợ vay/VCSH vẫn ở mức khá an toàn, lần lượt là 0,48 và 0,91 lần.

**Triển vọng 2013.**

**Doanh thu:** Chúng tôi dự báo doanh thu thuần của JVC (chưa hợp nhất với Kyoto Medical Science – KMS) trong năm 2013 là 828,3 tỷ, tăng 8,7% so với 2012. Doanh thu tăng thêm đóng góp từ mảng kinh doanh TBVT&VTTH và dự án đầu tư liên kết với bệnh viện Việt Đức và bệnh viện K. Doanh thu sau hợp nhất dự báo đạt 906,13 tỷ tăng 19% so với 2012.

**Chi phí lãi vay tăng.** Với việc tiếp tục sử dụng vốn vay ngắn hạn để tài trợ cho vốn lưu động thì trong năm 2013 thì chi phí lãi vay của JVC sẽ tiếp tục tăng.

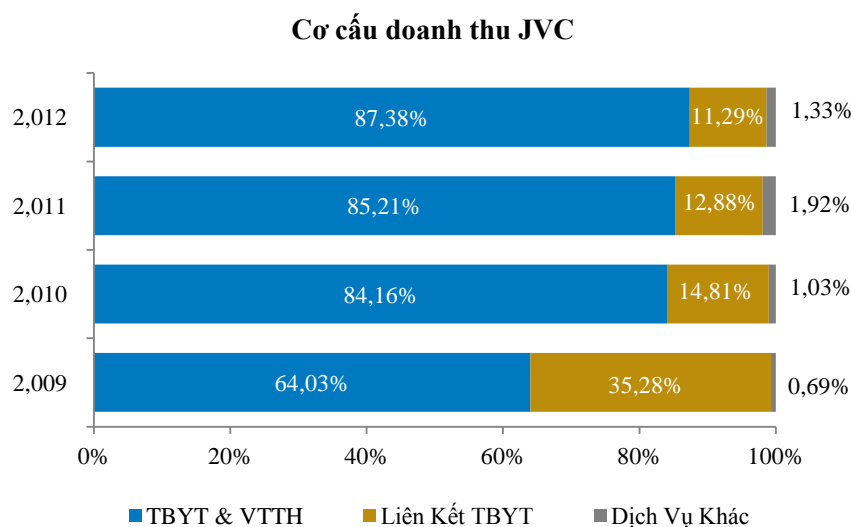
**Lợi nhuận sau thuế hợp nhất ước đạt 192,36 tỷ, tăng 11,92% so với năm 2012.** EPS sau hợp nhất đạt 4.535 đồng/cp. Theo giá đóng cửa JVC ngày 05/02/13 là 20.600 thì P/E tương ứng là 4,54 lần.

Kết thúc năm vào 31/12		FY2010A	FY2011A	FY2012A	FY2013F (Cty Mệ)
Doanh thu thuần	Tỷ VND	421.8	605.4	761.7	828.3
EBIT	Tỷ VND	110.1	202.1	268.7	292.3
EBITDA	Tỷ VND	155.0	256.5	325.2	348.9
LNST	Tỷ VND	76.6	134.8	171.9	181.5
EPS	VND	11,327	5,570	4,853	4,535
Tăng trưởng EPS	%	-79.6%	-50.8%	-12.9%	-6.5%
P/E	x	1.82	3.70	4.25	4.54
P/B	x	1.72	1.33	1.04	1.11
Suất cổ tức	%	0.0%	9.7%	7.3%	7.3%
Giá trị DN (EV)	Tỷ VND	174.8	352.7	624.1	624.1
EV/EBITDA	x	1.13	1.38	1.92	1.79
ROE	%	31.7%	55.7%	48.5%	40.0%
Nợ/VCSH	%	0.27	0.35	0.62	0.52

## I. Cập nhật 2012:

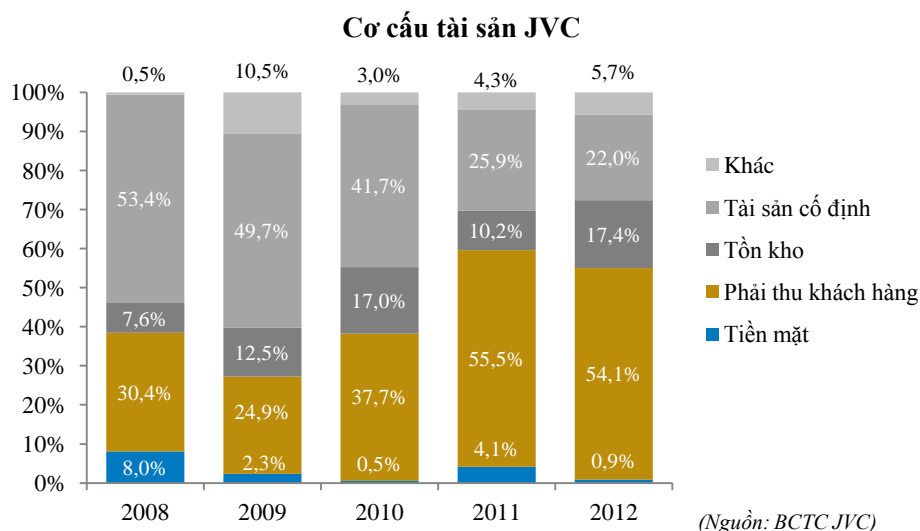
Kết thúc năm 2012, JVC đạt 761,74 tỷ DTT, tăng 25,83% so với 2011. LNST đạt 171,88 tỷ, tăng 27,5% so với cùng kỳ và hoàn thành 91,6% kế hoạch LNST năm 2012 (187,5 tỷ). Tuy lãi vay trong năm tăng nhưng tỷ lệ chi phí quản lý/DTT giảm đã giúp JVC duy trì được biên lợi nhuận rộng.

**JVC đạt 761,74 tỷ doanh thu thuần, tăng 25,83% so với năm trước.** Trong đó doanh thu kinh doanh thiết bị y tế (TBYT) và vật tư tiêu hao (VTTH) tăng 29%, đóng góp chính cho tăng trưởng doanh thu của JVC trong năm 2012. Xét về cơ cấu doanh thu thì doanh thu từ mảng kinh doanh TBYT&VTTH vẫn chiếm tỷ trọng cao với 87,38%.

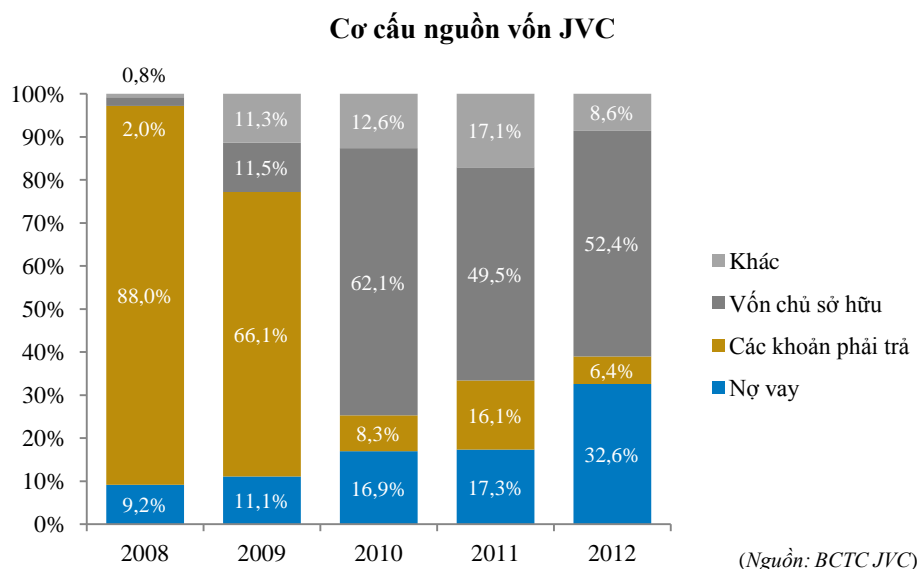


(Nguồn: BCTC JVC)

**Khoản phải thu ngày càng chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu tài sản.** Cuối năm 2012, các khoản phải thu của JVC là 722 tỷ đồng đã tăng mạnh 71,43% so với năm trước và chiếm khoảng 54% tổng tài sản. Qua trao đổi với đại diện công bố thông tin của JVC thì khoảng 80% các khoản phải thu này là các khoản phải thu từ các dự án cung cấp thiết bị y tế lớn của bộ Y tế, và các dự án tài trợ của các tổ chức quốc tế. Các khoản phải thu này cần khoảng 1-3 tháng để thu hồi kể từ lúc nghiệm thu. Phần còn lại (20%) là các khoản phải thu từ các dự án khác, cần khoảng 1,5 năm để hoàn tất việc thu hồi. Do đó, việc các khoản phải thu tăng mạnh cuối năm 2012 chỉ mang tính thời điểm và cũng là đặc thù riêng của ngành mua bán trang thiết bị y tế.



**Cơ cấu nguồn vốn đang chuyển dịch theo hướng tăng cường nợ vay.** Với các khoản phải thu tăng mạnh, JVC đã tăng các khoản vay ngắn hạn để tài trợ cho vốn lưu động của công ty. Cuối năm 2012, JVC vay ngắn hạn 410 tỷ, tăng 310,4 tỷ so với đầu năm. Do đó, chi phí lãi vay cũng tăng tăng mạnh lên 39,4 tỷ trong năm 2012 so với mức 22,3 năm 2011. Tỷ lệ nợ vay/TTS và nợ vay/VCSH vẫn ở mức khá an toàn, lần lượt là 0,48 và 0,91 lần.



## II. Triển vọng 2013:

**Doanh thu:** Theo dự báo của JVC thì trong năm 2013 doanh thu từ mảng kinh doanh TBYT&VTTH sẽ tăng trưởng khoảng 5,56% so với năm 2012. Bên cạnh đó, doanh thu của JVC cũng sẽ tăng thêm nhờ việc huy động thêm vốn để đầu tư liên kết với bệnh viện Việt Đức và bệnh viện K. Với giả định khoản doanh thu tăng thêm này sẽ ghi nhận kể từ nửa cuối năm 2013 thì phần doanh thu thêm sẽ khoảng 29,5 tỷ đối với hoạt động Liên Kết TBYT trong năm 2013. Chúng tôi dự báo doanh thu thuần của JVC (chưa hợp nhất với Kyoto Medical Science – KMS) trong năm 2013 là 828,3 tỷ, tăng 8,7% so với 2012. Doanh thu sau hợp nhất dự báo đạt 906,13 tỷ tăng 19% so với 2012.

**Chi phí lãi vay tăng.** Với việc tiếp tục sử dụng vốn vay ngắn hạn để tài trợ cho vốn lưu động thì trong năm 2013, dư nợ vay ngắn hạn của JVC vẫn ở mức cao kéo theo chi phí lãi vay của JVC tăng. Ước tính khoảng 50,3 tỷ, tăng 27,64% so với năm 2012.

**Lợi nhuận sau thuế hợp nhất ước đạt 192,36 tỷ, tăng 11,92% so với năm 2012.** Với giả định các yếu tố khác như biên lợi nhuận gộp, chi phí bán hàng và quản lý ổn định, chúng tôi ước tính JVC đạt 181,48 tỷ LNST, tăng 5,59% so với 2012. Trường hợp JVC hợp nhất với KMS, JVC ước đạt 192,36 tỷ, tăng 11,92% so với năm 2012. EPS sau hợp nhất đạt 4.535 đồng/cp. Theo giá đóng cửa JVC ngày 05/02/13 là 20.600 thì P/E tương ứng là 4,54 lần.

### **III. Kế hoạch phát hành cổ phiếu:**

JVC chuẩn bị phát hành thêm 13,98 triệu cổ phiếu mới. Trong đó:

**Phát hành cho cổ đông KMS** 4,07 triệu cổ với mục đích hoán đổi cổ phần KMS sang cổ phần JVC theo tỷ lệ 1:0,74 (100 cổ phiếu JVC đổi 74 cổ phiếu KMS). Sau khi hoán đổi thành công JVC sẽ sở hữu hoàn toàn KMS và loại bỏ xung đột lợi ích giữa 2 công ty có ngành nghề kinh doanh giống nhau được điều hành bởi cùng một ban lãnh đạo nhưng lại hoạt động độc lập như lúc chưa sáp nhập. Bên cạnh đó hai công ty còn hỗ trợ lẫn nhau nhiều mặt để cạnh tranh với các đối thủ khác.

**Phát hành cho cổ đông hiện hữu** với giá 15.000 đồng/cp với tỷ lệ cổ đông sở hữu 100 cổ phiếu được mua 28 cổ phiếu phát hành thêm. Số tiền huy động được sẽ được dùng để đầu tư hệ thống thiết bị mổ não liên kết với Bệnh viện Việt Đức và hệ thống xạ trị ung thư liên kết với Bệnh viện K (tổng cộng 147 tỷ) và trả phí phát hành (1,76 tỷ).

### **IV. Khuyến nghị**

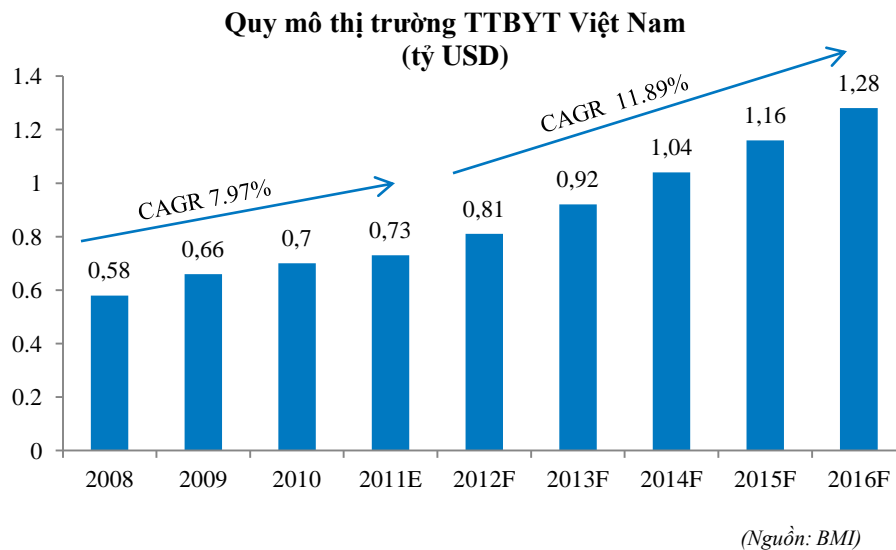
Chúng tôi khuyến nghị “MUA” JVC với giá mục tiêu 25.200 đồng/cp theo phương pháp định giá P/E. JVC đang ngày càng khẳng định vị thế dẫn đầu của mình trong ngành Thiết bị Y tế với việc liên tục huy động vốn và đầu tư mở rộng quy mô doanh nghiệp, cả về vốn chủ sở hữu, tài sản và doanh thu. Tốc độ tăng trưởng bình quân của ngành dự báo đạt 11,9%/năm trong 3 năm tới và đạt quy mô 27.000 tỷ đồng vào năm 2016. Qua 12 năm hoạt động, JVC đã xây dựng được những lợi thế nhất định như thiết lập được quan hệ truyền thống với mạng lưới các bệnh viện trong cả nước và là đại lý phân phối chính thức của các hãng thiết bị y tế hàng đầu thế giới. Ngoài ra, doanh thu từ mảng liên kết TBYT sẽ đảm bảo tính bền vững cho JVC trong dài hạn. Do đó, với P/E dự phóng 4,54 lần trong năm 2013, chúng tôi cho rằng JVC là cổ phiếu tốt để đầu tư cả trong ngắn hạn và dài hạn.

## NGÀNH TRANG THIẾT BỊ Y TẾ VIỆT NAM

### I. Đặc điểm thị trường trang thiết bị y tế (TTBYT) Việt Nam:

#### 1. Thị trường quy mô nhỏ, tốc độ tăng trưởng cao, và có tiềm năng tăng trưởng lớn:

Thị trường TTBYT Việt Nam có quy mô 733 triệu USD. Theo WHO thì tốc độ tăng trưởng trung bình của ngành TTBYT thế giới đạt khoảng 5,56%. Tuy nhiên, theo BMI thì tốc độ tăng trưởng bình quân của ngành TTBYT Việt Nam giai đoạn 2008-2011 là 7,97%, dự đoán giai đoạn 3 năm tới tốc độ tăng trưởng trung bình của thị trường là 11,89% và đạt quy mô 1,28 tỷ USD năm 2016.



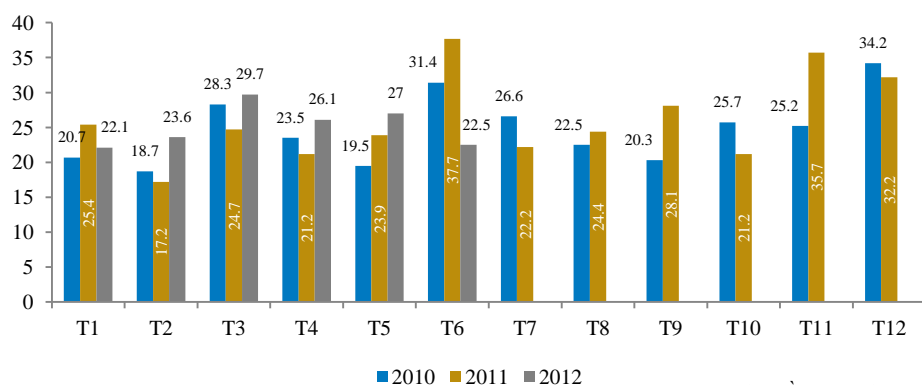
#### 2. Sản phẩm nước ngoài chiếm khoảng 95% thị trường:

Hiện các sản phẩm trong nước chỉ đáp ứng khoảng 5% thị trường ngành TTBYT. Các nhà sản xuất nội địa chỉ cung cấp những vật tư thiết bị đơn giản cho ngành TTBYT như giường, tủ, y phục, găng tay...phần còn lại hầu hết được nhập khẩu hoặc do các công ty nước ngoài sản xuất trong nước.

#### 3. Kim ngạch nhập khẩu 6 tháng đầu năm 2012 tương đương cùng kỳ:

Kim ngạch nhập khẩu TTBYT năm 2011 của Việt Nam là 313,9 triệu USD, tăng 5,8% so với năm 2010 là 296,6 triệu USD. Tuy nhiên kim ngạch nhập khẩu TTBYT trong 6 tháng đầu năm 2012 đạt 151,3 triệu USD, chỉ cao hơn một chút so với kim ngạch nhập khẩu của cùng kỳ năm trước (150,2 triệu USD). Nhập khẩu TTBYT trong thời điểm này đang chững lại một phần là do tỷ giá và lãi suất ngân hàng cao đã ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động kinh doanh, nhập khẩu TTBYT của các doanh nghiệp. Bên cạnh đó, thị phần cung cấp TTBYT trong nước cũng tăng do các doanh nghiệp trong và ngoài nước đã gia tăng các dự án đầu tư TTBYT tại Việt Nam.

### Kim ngạch nhập khẩu TTBYT qua các tháng (triệu USD)



(Nguồn: VITIC)

#### 4. 5 thị trường nhập khẩu chính chiếm trên 70% kim ngạch:

Tính trong 6 tháng đầu năm 2012 thì số thị trường cung cấp TBYT lên đến 60 thị trường (cùng kỳ năm trước có 65 thị trường cung cấp). Tuy số lượng thị trường cung cấp TBYT vào nước ta giảm so với cùng kỳ năm trước nhưng về cơ bản kim ngạch của các thị trường cung cấp chủ lực như Nhật Bản, Singapore, Đức, Mỹ và Trung Quốc vẫn đạt cao và chiếm trên 70% tổng kim ngạch nhập khẩu TBYT của cả nước trong 6 tháng đầu năm 2012.

#### Thị trường cung cấp TBYT trong 6 tháng đầu năm 2012 (USD)

Stt.	Thị trường	6T 2012	So với cùng kỳ 2011 (%)	Thị phần 6T2012
1	Nhật Bản	36.090.533	51,6	23,85%
2	Singapore	26.143.638	29,46	17,27%
3	Mỹ	14.191.107	13,34	9,38%
4	Đức	20.684.394	-16,36	13,67%
5	Trung Quốc	12.874.682	-0,63	8,51%
6	Hàn Quốc	9.150.735	2,66	6,05%
7	Malaysia	5.915.095	6,72	3,91%
8	Hồng Kông	3.678.633	-4,06	2,43%
9	Tây Ban Nha	1.291.371	118,58	0,85%
10	Ấn Độ	1.330.237	-30,48	0,88%
11	Hà Lan	2.252.305	58,64	1,49%
12	Thái Lan	1.092.736	40,64	0,72%
13	Pháp	2.385.399	-40,24	1,58%
14	Đài Loan	1.596.093	-27,94	1,05%
15	Italy	1.898.083	-24,8	1,25%
16	Áo	2.575.747	-83,17	1,70%
17	Anh	1.768.062	9,74	1,17%
	TT khác	6.420.781		4,24%
	Tổng	151.339.631		100,00%

(Nguồn: VITIC)

## 5. Thị phần phân tán với nhiều đơn vị tham gia, dẫn đầu vẫn là các doanh nghiệp nước ngoài:

Tính đến cuối tháng 6/2012 số doanh nghiệp nhập khẩu TBYT vào nước ta là 760 doanh nghiệp. Công ty TNHH B.Braun Việt Nam liên tục dẫn đầu với kim ngạch 6 tháng đầu năm 2011 đạt 10,9 triệu USD, chiếm khoảng 7,2% tổng kim ngạch nhập khẩu TTBYT của Việt Nam.

### 10 Công ty tiêu biểu về Nhập Khẩu Trang Thiết Bị Y Tế 6 tháng đầu năm 2012

Stt	Tên Doanh nghiệp	Kim Ngạch (USD)	% Tổng Kim Ngạch
1	Cty TNHH B.Braun Việt Nam	10.968.781	7,2%
2	Cty Cổ Phần thiết bị y tế Việt Nhật	8.608.044	5,7%
3	Cty Cổ Phần thiết bị Vật tư y tế Thanh Hóa	6.087.858	4,0%
4	Cty TNHH Bệnh Viện Đa khoa Bảo Sơn	3.210.000	2,1%
5	Cty TNHH Mega Lifesciences Việt Nam	2.826.118	1,9%
6	Cty TNHH Thanh Phương	2.719.342	1,8%
7	Chi nhánh cty TNHH Kỹ thuật Nam Phương	2.475.581	1,6%
8	Cty TNHH Công nghệ y học Chí Anh	2.435.010	1,6%
9	Cty TNHH xuất nhập khẩu thiết bị y tế Đại Phát	2.344.990	1,5%
10	Cty TNHH Thương Mại Tâm Hợp	2.251.300	1,5%

(Nguồn: VITIC)

## II. Tiềm năng phát triển ngành TTBYT Việt Nam:

Ngành TTBYT Việt Nam có tiềm năng phát triển lớn, dự đoán giai đoạn 3 năm tới tốc độ tăng trưởng trung bình của thị trường là 11,89% và đạt quy mô 1,28 tỷ năm 2016.

Tiềm năng của thị trường chủ yếu đến từ: i) Lợi thế về quy mô dân số và tốc độ tăng trưởng kinh tế. ii) chi phí đầu tư cho y tế của chính phủ tăng. iii) xu hướng xã hội hóa Y tế. iv) nhiều chính sách ưu đãi của chính phủ khi đầu tư vào lĩnh vực y tế. v) một số hạn chế đồng thời cũng là cơ hội phát triển của ngành như đầu tư trang thiết bị chưa đồng bộ, năng lực sản xuất trang thiết bị y tế trong nước chưa cao.

**1. Lợi thế về quy mô dân số và tốc độ tăng trưởng kinh tế.** Việt nam với dân số hơn 87 triệu người với tăng trưởng GDP dự kiến đạt 6.5-7%/năm trong những năm tới được coi là khá hấp dẫn với thị trường TTBYT. Bên cạnh đó mức chi y tế bình quân đầu người ở Việt Nam tương đối thấp so với các nước trong khu vực. Theo WHO thì mức chi y tế bình quân đầu người năm 2010 ở Việt Nam khoảng 80,62 USD/người so với Thái Lan là 179 USD/người, Brunei 882 USD/người, Malaysia 368 USD/người, Singapore 1733 USD/người, trung bình của thế giới là 1035 USD/người. Mức chi này có xu hướng tăng qua các năm nhờ tốc độ đô thị hóa và thu nhập bình quân đầu người tăng. Tốc độ tăng của mức chi y tế bình quân đầu người giai đoạn 2008-2011 là 7,26%, dự báo giai đoạn 2012 – 2016 là 12,49%.

Chỉ tiêu	2008	2009	2010	2011E	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Chi y tế bình quân/người (USD)	69,48	73,92	80,62	85,74	95,84	109,3	123,7	138,9	154,4
Tổng chi y tế của Chính phủ (tỷ USD)	2.028	2.412	2.680	2.857	3.200	3.655	4.139	4.649	5.168

(Nguồn: WHO, BMI)



**2. Chi phí đầu tư cho y tế của chính phủ tăng.** Từ 2008 đến nay nhờ các chương trình trái phiếu Chính phủ theo quyết định số 47/2008/QĐ-TTg và 930/QĐ-TTg đầu tư cho bệnh viện tuyến huyện, tuyến tỉnh và một số chuyên khoa (lao, tâm thần, ung bướu, chuyên khoa nhi) nên chi phí đầu tư cho chính phủ có xu hướng tăng. Mặc dù số đầu tư cho TTBYT chưa thống kê thực tế được xong ước tính 30% là đầu tư cho TTBYT.

**3. Xu hướng xã hội hóa ngành y tế.** Bên cạnh đầu tư từ ngân sách nhà nước và viện trợ, ngành y tế Việt Nam đã từng bước mở rộng xã hội hóa, cho phép một số hình thức huy động tài chính để trang bị thêm máy móc, trang bị. Hiện nay hình thức phổ biến trong các bệnh viện công huy động tài chính dưới các hình thức: liên doanh, liên kết đặt máy phân chia lợi nhuận hoặc đặt máy độc quyền cung cấp hóa chất. Theo hình thức này, đánh giá của Viện Chiến lược và chính sách y tế cho thấy ước tính cả nước huy động được trên 3.200 tỷ đồng, tập trung chủ yếu ở các bệnh viện thuộc TP HCM (trên 1000 tỷ đồng) và các bệnh viện thuộc Bộ Y tế. Nhờ phương thức này, nhiều dịch vụ kỹ thuật cao đã được triển khai (mà không có nguồn vốn nhà nước) như chẩn đoán hình ảnh (MRI, CT scan, siêu âm), xét nghiệm, nội soi chẩn đoán và can thiệp; nguồn thu tài chính của bệnh viện tăng lên và giúp phát triển kỹ thuật tại các bệnh viện.

#### **4. Nhiều chính sách ưu đãi của chính phủ thu hút đầu tư vào lĩnh vực y tế.**

- Ưu tiên bố trí đất xây dựng, giao đất sạch hoặc hỗ trợ kinh phí giải phóng mặt bằng, giảm hoặc miễn thu tiền sử dụng đất, miễn lệ phí trước bạ khi đăng ký quyền sử dụng đất, các tài sản trên đất.
- Ưu đãi về thuế giá trị gia tăng, thuế xuất khẩu, nhập khẩu.
- Các bệnh viện mới thành lập được miễn thuế thu nhập doanh nghiệp trong 4 năm kể từ khi có thu nhập chịu thuế và giảm 50% thuế thu nhập trong 5 năm tiếp theo. Và được áp dụng mức thuế thu nhập doanh nghiệp là 10% trong suốt thời gian hoạt động.

### **III. Một số hạn chế đồng thời cũng là cơ hội phát triển của ngành:**

#### **1. Môi trường đầu tư của Việt Nam còn cần phải tiếp tục cải thiện**

Việt Nam có nhiều lợi thế về quy mô kinh tế (số dân đông), sự ổn định về tốc độ tăng trưởng cũng như sự sẵn sàng chi trả của người dân. Tuy nhiên, các trở ngại nằm ở hạn chế của hành lang pháp lý hỗ trợ, sự phát triển bảo hiểm y tế và đặc biệt là chưa có sẵn nguồn nhân lực chất lượng cao.

Theo đánh giá của Tổ chức tài chính quốc tế (IFC), thị trường y tế của Việt Nam được xếp hạng (trong số 172 nước) như sau:

Tiêu chí	Xếp hạng trên thế giới (trong 172 quốc gia)	Xếp hạng trong khu vực Đông Á (12 nước)
1. Kinh tế: quy mô sự ổn định và tốc độ tăng trưởng	53	7
2. Hành lang pháp lý hỗ trợ	93	6
3. Khả năng và sự sẵn sàng chi trả cho dịch vụ y tế của người	44	6
4. Sự lớn mạnh của bảo hiểm	85	12
5. Tính sẵn có của nguồn nhân lực có năng lực	129	8

(Nguồn: IFC)



## **2. Thực trạng đầu tư TTB y tế còn chưa đồng bộ và chưa đáp ứng nhu cầu.**

Hầu hết các bệnh viện ở nước ta là bệnh viện công, nên vốn để mua sắm TTBYT chủ yếu là từ ngân sách chính phủ và viện trợ, cho tặng. Tuy đã được cố gắng đầu tư, song tình trạng chung về trang thiết bị y tế của Việt Nam hiện nay nhìn chung còn thiếu, chưa đồng bộ và lạc hậu so với các nước trong khu vực. Hầu hết trang thiết bị y tế đang sử dụng tại các cơ sở y tế chưa được định kỳ kiểm chuẩn, bảo dưỡng và sửa chữa, không đủ nguồn vốn để đầu tư và đổi mới, nhiều địa phương không có đủ kinh phí để mua vật tư tiêu hao và bảo trì, bảo dưỡng. Trang thiết bị y tế (trong danh mục Bộ Y tế ban hành) tại các Bệnh viện huyện mới đạt từ 30 – 50%, đặc biệt có huyện chỉ đạt 20%, còn thiếu nhiều thiết bị cần thiết phục vụ công tác chẩn đoán, cấp cứu và điều trị như X-quang, siêu âm, xét nghiệm sinh hóa, huyết học, máy thở, máy theo dõi bệnh nhân, dụng cụ mổ, đèn mổ...

## **3. Năng lực sản xuất TTBYT trong nước chưa cao, còn phụ thuộc nước ngoài.**

TTBYT do VN sản xuất chỉ dừng lại ở dạng cơ học, điện tử, chưa phát triển các kỹ thuật, công nghệ hiện đại như kỹ thuật số. Hầu hết các loại máy móc kỹ thuật cao như: MRI, CT Scanner, hóa chất xét nghiệm, vật tư tiêu hao, nguyên liệu sản xuất... đều phải nhập khẩu, dẫn tới giá thành cao và phụ thuộc nước ngoài.

## **IV. Xu hướng đầu tư TTB y tế và cơ hội thâm nhập thị trường:**

**1. Nhu cầu đầu tư TTBYT tiếp tục tăng nhờ xu hướng tăng của bệnh lý không lây nhiễm, chấn thương.** Nhu cầu đầu tư TTB y tế tại Việt Nam sẽ tiếp tục tăng do chi phí y tế tăng nhanh trong lúc xu hướng bệnh lý không lây nhiễm như ung thư, tim mạch, bệnh lý chuyển hóa, chấn thương tăng cao và tập trung vào các thiết bị chẩn đoán hình ảnh, phòng mổ, hồi sức cấp cứu, xét nghiệm chuyên sâu (thay thế thiết bị cũ, lạc hậu). Thiết bị của các hãng của Mỹ, Nhật Bản, LHLB Đức sẽ tiếp tục chiếm phần lớn thị phần và thị trường TTBYT VN sẽ tiếp tục tăng trưởng 10-11% mỗi năm. Các thiết bị được đầu tư nhiều nhất là chẩn đoán hình ảnh (Xquang, siêu âm, MRI, CT scanner), thiết bị labo xét nghiệm, thiết bị phòng mổ, theo dõi bệnh nhân, thiết bị khử khuẩn, nội soi, xử lý chất thải y tế...

**2. Việc đầu tư TTB y tế công nghệ cao sẽ tập trung chủ yếu ở các bệnh viện lớn ở thành phố lớn (TP HCM, Hà Nội, Huế, Đà Nẵng, Cần Thơ...), Riêng thành phố Hồ Chí Minh từ nay đến 2020 ước tính sẽ đầu tư chừng 900 triệu USD để nâng cấp TTB y tế cho các bệnh viện.** Trong khi đó, nhiều bệnh viện tuyến tỉnh sẽ được tăng cường đầu tư.

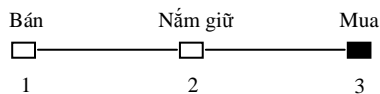
**3. Bệnh viện công vẫn là đối tượng tiêu thụ chính.** Về đối tượng tiêu thụ, có 4 nhóm người mua TTBYT lớn nhất: bệnh viện công (70%); bệnh viện có vốn nước ngoài (thường mua hàng hóa xuất xứ từ nước bản địa), bệnh viện tư nhân và các viện nghiên cứu, trường đại học. Vốn đầu tư từ Nhà nước sẽ tiếp tục chiếm vai trò quan trọng và bệnh viện công sẽ có xu hướng tự chủ nhiều hơn trong việc tìm kiếm nguồn tài chính cho đầu tư TTBYT.

**4. Thị trường phụ tùng, vật tư tiêu hao (VTTH) rất tiềm năng.** Sản xuất trong nước chỉ đáp ứng 25% nhu cầu trong nước. Trong khi đó sản xuất trong nước chủ yếu là các cơ sở liên doanh với nước ngoài như Hàn Quốc, Đài Loan, Đức, Nhật. Các đơn vị trong nước chiếm tỷ lệ góp vốn rất nhỏ. Trong đó, chủ yếu góp bằng giá trị quyền sử dụng đất.

Thị trường phụ tùng, VTTH gồm 2 phân khúc đó là thị trường sản phẩm phổ thông như kim tiêm, bông y tế, khẩu trang, dây truyền dịch, hút nhót, gel siêu âm... và phân khúc cao cấp như sản phẩm thông tim mạch, khớp xương giả...

## PHỤ LỤC: THÔNG TIN TÀI CHÍNH

### KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC



	Ngày	Giá mục tiêu	Khuyến nghị
Báo cáo cập nhật	5/2/2013	25.200	<b>MUA</b>

### CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



Cổ đông chính	% năm giữ	Cổ đông chính	%
DI Asian Industrial Fund	24,26%	Vietnam Equity Holding	5,88%
Lê Văn Hưởng	20,82%	Vietnam Holding Limited	5,68%

### KẾT QUẢ KINH DOANH

Tỷ VND	2010A	2011A	2012A
Doanh thu	421,755	605,381	761,740
Giá vốn hàng bán	283,206	370,349	460,795
Lợi nhuận gộp	138,549	235,032	300,945
EBITDA	155,027	256,512	325,240
EBIT	110,067	202,094	268,693
Doanh thu tài chính	3,408	1,400	876
Chi phí tài chính	10,960	34,776	41,858
Lợi nhuận trước thuế	102,194	179,768	229,270
Lợi nhuận ròng	76,598	134,806	171,882
EPS	6,934	5,333	4,917

### CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Tỷ VND	2010A	2011A	2012A
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	262,261	555,339	1,026,650
Tiền và tương đương tiền	2,407	31,168	11,879
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-
Các khoản phải thu	177,870	434,543	746,913
Hàng tồn kho	79,246	77,111	232,053
<b>Tài sản dài hạn</b>	203,596	203,583	307,799
Tài sản cố định	194,443	196,584	292,956
Đầu tư tài chính dài hạn	10,194	4,453	-
<b>Tổng tài sản</b>	465,857	758,922	1,334,449
<b>Nợ ngắn hạn</b>	158,119	351,300	610,424
Nợ vay ngắn hạn	70,978	99,628	410,034
Các khoản phải trả	38,884	121,843	85,521
<b>Nợ dài hạn</b>	18,371	31,849	24,829
Nợ vay dài hạn	7,958	31,849	24,829
Vốn điều lệ	242,000	242,000	354,200
Tổng vốn chủ sở hữu	289,368	375,774	699,196
<b>Tổng nguồn vốn</b>	465,858	758,922	1,334,449

### LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ

Tỷ VND	2010A	2011A	2012A
Dòng tiền hoạt động	(172,461)	21,983	(266,041)
Khấu hao & hao mòn	44,960	54,418	56,547
Thay đổi vốn lưu động	(320,333)	(202,470)	(529,324)
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(41,723)	(45,764)	(159,826)
Đầu tư mua sắm TSCĐ	(34,882)	(53,156)	(160,529)
Hoạt động đầu tư khác	(6,841)	7,392	702
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	207,152	52,541	406,579
Thay đổi trong nợ	39,086	53,267	303,747
Cổ tức đã trả	-	-	(48,400)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(7,032)	28,760	(19,288)

### CÁC TỶ SỐ

%	2010A	2011A	2012A
Biên EBITDA	36,8%	42,4%	42,7%
Biên hoạt động	25,8%	34,2%	35,3%
Biên lợi nhuận gộp	18,2%	22,3%	22,6%
ROAA	16,4%	17,8%	12,9%
ROAE	26,5%	35,9%	24,6%
Tăng trưởng doanh thu thuần	130,6%	43,5%	25,8%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	130,0%	76,0%	27,5%
Tăng trưởng doanh thu/ cổ phần	-94,3%	43,5%	-14,0%
Tăng trưởng EPS	23%	-23%	-8%
Tăng trưởng tổng tài sản	16%	63%	76%
Bao phủ lãi vay (x)	14,0	9,1	6,8
Nợ/ tổng tài sản (x)	16,9%	17,3%	32,6%
Nợ/Vốn chủ sở hữu (x)	27,3%	35,0%	62,2%
Doanh thu thuần/Tổng TS (x)	90,5%	79,8%	57,1%
Capex/Doanh thu thuần	8,3%	8,8%	21,1%
EPS cơ bản (VND)	6,934	5,333	4,917
BVPS (VND)	11,957	15,528	19,740



## XÁC NHẬN CỦA CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Tôi, **Lê Duy Khánh**, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong bài báo cáo này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của tôi về công ty và chứng khoán được đề cập. Tôi cũng xác nhận rằng quyền lợi của tôi đã, đang và sẽ không bị ảnh hưởng một cách trực tiếp hay gián tiếp bởi những khuyến nghị và quan điểm cụ thể được trình bày trong bài báo cáo này.

## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bài báo cáo này không được thực hiện dựa trên sự yêu cầu của bất cứ cá nhân hay tổ chức nào. Nhà đầu tư nên sử dụng những thông tin, phân tích và bình luận trong bài báo cáo như là một tài liệu tham khảo trước khi đưa ra quyết định đầu tư của chính mình. Bài báo cáo được làm với mục đích cung cấp thêm thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán bất cứ loại chứng khoán nào. Nhà đầu tư cũng nên quan tâm đến những tài liệu tham khảo khác trước khi quyết định đầu tư..

Thông tin trong bài báo cáo này được xác minh một cách cẩn thận, tuy nhiên Công ty cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Mọi quan điểm và phân tích trong bài báo cáo có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không được sự đồng ý của BVSC bị xem là phạm luật. Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt.

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT – PHÒNG PHÂN TÍCH

### Trụ sở chính

---

8 Lê Thái Tổ, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3 928 8080

Fax: (844) 3 928 9888

### Chi nhánh TP.HCM

---

233 Đồng Khởi, Quận 1, TP.HCM

Tel: (848) 3 914 6888

Fax: (848) 3 914 7999