

CTCP Thiết bị Y tế Việt Nhật (JVC) 19.600 đồng - MUA



Vũ Thị Trà Lý

Chuyên viên

ly.vu@vcsc.com.vn

+84 8 3 914 3588 ext. 147

Báo cáo lần đầu

Giá mục tiêu 27,300 đồng
TL tăng 39%

Hàng tiêu dùng

Giá trị vốn hóa	33,6 triệu USD
SL cổ phiếu hiện hành	35,4 triệu USD
Mức cao nhất 12 tháng	28.000 đồng
Mức thấp nhất 12 tháng	16.000 đồng

TL sở hữu của nước ngoài	49%
Room tối đa cho nước ngoài	49%

Cơ cấu cổ đông

Dream Incubator Asian	31,1%
Lê Văn Hướng Chairman CEO	26,7%
Nguyễn Phương Hạnh D. CEO	3,8%
Vietnam Holding	7,3%
Vietnam Equity Holding	6,9%

Mô tả công ty

CTCP Thiết bị Y tế Việt Nhật là một công ty hàng đầu trong lĩnh vực nhập khẩu và phân phối thiết bị chẩn đoán hình ảnh. Được thành lập năm 2001 bởi ông Lê Văn Hướng khi ông mới tốt nghiệp kỹ sư Viện Công nghệ Kyoto, JVC hiện nắm giữ 40% thị phần lĩnh vực thiết bị chẩn đoán hình ảnh. Công ty hiện đang mở rộng sang lĩnh vực liên kết để có nguồn thu nhập ổn định hơn.

Diễn biến giá



See important disclosure at the end of this document

Công cụ giúp danh mục đầu tư lành mạnh hơn

Công ty Cổ phần Thiết bị Y tế Việt Nhật (JVC) là nhà nhập khẩu hàng đầu các thiết bị y tế chẩn đoán hình ảnh, với thị phần lên đến 40%. Công ty có biên lợi nhuận cao nhờ trực tiếp nhập khẩu và phân phối các thiết bị y tế đa dạng. Công ty sẽ tiếp tục mở rộng hoạt động liên kết chia sẻ lợi nhuận với bệnh viện. Chi phí đầu tư dành cho các thiết bị y tế dự báo sẽ tăng trên 15%/năm trong vòng 5 năm tới, và chúng tôi dự báo lợi nhuận của JVC sẽ tăng 19,2%/năm trong giai đoạn này. Cổ phiếu của JVC giao dịch ở mức PER khá hấp dẫn là 4,3 lần.

Dẫn đầu một thị trường đầy hứa hẹn

JVC dẫn đầu thị trường thiết bị chẩn đoán hình ảnh với thị phần lên đến 40%, sau đó là Siemens với thị phần 30% và các công ty nước ngoài khác. JVC có hai lợi thế cạnh tranh chính: giá bán thấp và danh mục sản phẩm đa dạng. JVC làm việc trực tiếp với nhà cung cấp và bệnh viện, không qua văn phòng đại diện hay trung gian như Siemens, Philips, GE và Toshiba.

Mô hình mang tính cạnh tranh đảm bảo biên lợi nhuận cao hơn

JVC đạt biên lợi nhuận gộp 39% và biên lợi nhuận ròng 22% trong khi các công ty cùng ngành trong khu vực chỉ đạt lần lượt 20% và 6%. Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp của JVC sẽ tăng nhẹ lên trên 41% trong năm 2017 nhờ các dự án liên kết điều trị ung thư tại hai bệnh viện lớn tại Hà Nội.

Các dự án liên kết sẽ mang lại nguồn thu nhập ổn định

JVC tiếp tục tập trung vào các dự án dài hạn để đảm bảo nguồn thu nhập ổn định. Theo ước tính của chúng tôi, trong năm nay hai dự án liên kết điều trị ung thư sẽ bắt đầu mang lại 20 tỷ đồng doanh thu (khoảng 3% tổng doanh thu 2013) và 16 tỷ đồng lợi nhuận gộp (4% lợi nhuận gộp 2013). Và chúng tôi dự báo trong 5 năm tới, hai dự án này sẽ mang lại trung bình 73 tỷ đồng doanh thu và 61 tỷ đồng lợi nhuận gộp.

Định giá hấp dẫn và tăng trưởng mạnh

Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận năm 2013 sẽ tăng lần lượt 16,7% và 20,1%, nhờ tăng trưởng toàn ngành đạt mức cao. Điều này có nghĩa là JVC hiện đang giao dịch tại mức PER 2013 khá hấp dẫn là 4,3 lần. Công ty cũng đang trong quá trình sáp nhập Kyoto Medical Science (KMS cũng là một công ty phân phối thiết bị y tế) bằng cách phát hành 4,07 triệu cổ phiếu nhằm hoán đổi lấy toàn bộ cổ phiếu của Kyoto (5,5 triệu cổ phiếu). Lợi nhuận ròng hợp nhất năm 2013 (bao gồm cả KMS) có thể đạt 224 tỷ đồng dựa trên dự báo thận trọng lợi nhuận năm 2013 của KMS đạt 22 tỷ đồng bằng năm ngoái, như vậy EPS đạt 4.541 đồng với tổng số cổ phiếu hiện đang lưu hành là 49,4 triệu cổ phiếu.

Tăng trưởng và định giá

	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E
Doanh thu (tỷ đồng)	762	889	1.051	1.212	1.370
LN hoạt động (tỷ đồng)	269	318	389	454	509
Biên LN hoạt động (%)	35,3%	35,7%	37,0%	37,4%	37,1%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	172	206	266	308	357
EPS pha loãng (đồng)	4.853	4.552	5.870	6.798	7.871
Tăng trưởng EPS (%)	-13%	-6%	29%	16%	16%
Cổ tức (đồng)	1.366	1.761	2.040	2.361	2.725
BPS (đồng)	23.455	24.578	25.999	30.758	36.268
PER (lần)	4,3	4,3	3,3	2,9	2,5
PBR (lần)	1,1	0,9	0,8	0,6	0,5
Tỷ suất cổ tức (%)	7,0%	9,0%	10,4%	12,0%	13,9%
ROE (%)	32,0%	24,4%	24,5%	24,0%	23,5%
Nợ/(Nợ+Vốn CSH) (%)	62,2%	26,9%	22,6%	19,1%	12,2%

(*Lưu ý: không bao gồm KMS)

Nhập khẩu trang thiết bị y tế vào Việt Nam

Công ty cổ phần Thiết bị Y tế Việt Nhật (JVC) là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực kinh doanh và cho thuê trang thiết bị y tế tại Việt Nam. JVC cũng tham gia vào các dịch vụ hậu mãi như cung cấp vật liệu tiêu hao, sửa chữa và bảo trì.

JVC được thành lập năm 2001 bởi ông Lê Văn Hương một kỹ sư mới tốt nghiệp từ Viện Công nghệ Kyoto. Nhờ các mối quan hệ tại Nhật Bản, ông đã trở thành nhà phân phối độc quyền cho Hitachi Medical Systems tại Việt Nam, chuyên bán các thiết bị chẩn đoán hình ảnh của Hitachi như MRI, máy chụp CT, máy chụp X-quang và máy siêu âm. JVC sau đó trở thành nhà phân phối độc quyền của các hãng sản xuất thiết bị y tế khác như Carestream Health và Elekta (Thụy Điển). Trong khi đó, Công ty đã xây dựng được quan hệ với các bệnh viện nhà nước như Bệnh viện Bạch Mai ở Hà Nội, Bệnh viện Thái Bình, Bệnh viện Đà Nẵng, Bệnh viện Kiên Giang. Năm 2007, JVC đã mua và điều hành 10 phòng khám di động đầu tiên tại Việt Nam để kiểm tra sức khỏe định kỳ cho công nhân tại các khu công nghiệp và nhân viên văn phòng.

JVC được niêm yết trên Sàn giao dịch TP. HCM vào tháng 06/2011. Cổ đông lớn nhất của Công ty là Dream Incubator Asian Industrial Fund, một quỹ đầu tư của Nhật với 31% cổ phần. Ông Lê Văn Hương (Chủ tịch HĐQT và Tổng Giám đốc hiện tại) và vợ là bà Nguyễn Phương Hạnh (Phó Tổng Giám đốc kiêm Thành viên HĐQT) nắm giữ tổng cộng trên 30% cổ phần.

Năm 2012, hoạt động kinh doanh thiết bị chẩn đoán hình ảnh và vật liệu tiêu hao (như phim và bóng đèn) mang lại nhiều doanh thu nhất, chiếm 88% tổng doanh thu năm 2012 (hay 665 tỷ đồng, tăng 29% so với năm 2011). Thứ hai là hoạt động liên kết, chiếm 11% doanh thu (hay 86 tỷ đồng, tăng 10% so với năm 2011). Cuối cùng là hoạt động cung cấp dịch vụ, bao gồm dịch vụ sửa chữa bảo trì, và dịch vụ kiểm tra sức khỏe, chiếm chưa đến 1% doanh thu. Tính đến cuối năm 2012, JVC có 219 nhân viên và kỹ sư.

Hình 1: Thiết bị siêu âm và MRI của Hitachi



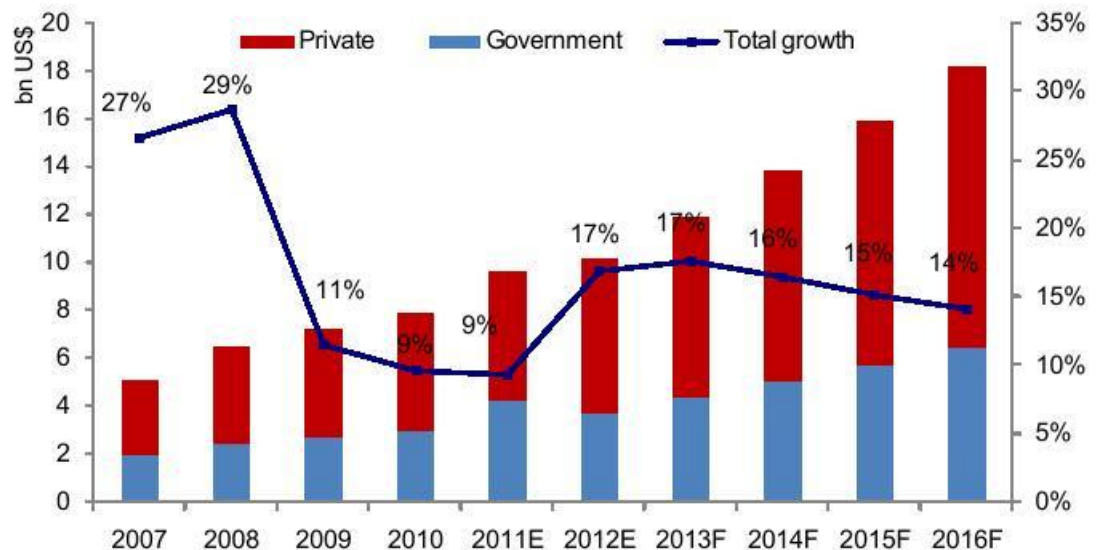
Nguồn: JVC

Thị trường thiết bị y tế của Việt Nam

Với mức thu nhập bình quân đầu người ngày càng tăng, người dân Việt Nam sẽ có nhu cầu về chất lượng dịch vụ chăm sóc sức khỏe cao hơn. Do đó, các bệnh viện và phòng khám phải được trang bị đầy đủ để có thể cung cấp các dịch vụ đạt tiêu chuẩn. Chi phí chăm sóc sức khỏe tại Việt Nam dự báo sẽ lên tới 11,6 tỷ USD trong năm 2016, với mức tăng trưởng hàng

năm từ 14%-17%. Chi phí cho ngành y tế của khu vực tư nhân chiếm trên 60% chi phí y tế của cả nước.

Hình 2: Chi phí cho ngành y tế tại Việt Nam



Nguồn: BMI

Theo Espicom Business Intelligence, Việt Nam sẽ đạt tăng trưởng 15,2%/năm về các thiết bị y tế từ năm 2011 đến 2016, gấp hai lần mức bình quân của thế giới là 7%. Doanh thu từ các thiết bị y tế năm 2012 tại Việt Nam vào khoảng 634 triệu USD, chỉ tương đương 7USD/người, thấp hơn so với Thái Lan (12 USD), Malaysia (35 USD), Singapore (103 USD) và mức bình quân của thế giới (50 USD).

90% thiết bị y tế được nhập khẩu

Các thiết bị y tế gồm thiết bị chẩn đoán hình ảnh, vật liệu tiêu hao (bao gồm các dụng cụ chăm sóc vết thương, ống tiêm, kim tiêm, và ống thở), các sản phẩm nha khoa, các sản phẩm hỗ trợ người bệnh (bao gồm thiết bị hỗ trợ di động như máy trợ thính, và các thiết bị điều trị), thiết bị chỉnh hình và lắp bộ phận giả. Các thiết bị chẩn đoán hình ảnh bao gồm máy cộng hưởng từ MRI, máy chụp CT, thiết bị siêu âm và X-quang.

Cũng như đa số các nước khác, Việt Nam chưa thể tự sản xuất các thiết bị y tế kỹ thuật cao như thiết bị chẩn đoán hình ảnh. Vì vậy, Việt Nam phải nhập khẩu từ các nước như Nhật Bản, Singapore, Trung Quốc, Mỹ và một số nước Châu Âu và theo theo nghiên cứu của Espicom Intelligence thiết bị y tế nhập khẩu đáp ứng 90% nhu cầu thiết bị y tế của Việt Nam. Do đó, thiết bị y tế là một thị trường đầy tiềm năng, nhất là khi thiết bị chẩn đoán hình ảnh, vốn mang lại nhiều lợi nhuận, chiếm đến 30% tổng giá trị nhập khẩu thiết bị y tế. Thuế nhập khẩu đối với phần lớn thiết bị y tế là 0%.

Các nước cung cấp chính, chiếm 55% kim ngạch nhập khẩu, là Nhật Bản, Singapore và Đức. Các nhà cung cấp chính thiết bị y tế chẩn đoán hình ảnh tại Việt Nam là Hitachi, Carestream Health, Siemens, Phillips và GE.

Quy định chính phủ hỗ trợ các công ty phân phối trong nước

Bên cạnh việc xin được giấy phép nhập khẩu và kinh doanh các thiết bị y tế, mỗi năm các doanh nghiệp kinh doanh thiết bị y tế của Việt Nam phải nộp danh sách các loại thiết bị cần nhập khẩu trong năm đó lên Bộ Y tế để được thông qua. Do các thiết bị y tế JVC nhập từ Nhật Bản và châu Âu đã được Bộ Y tế và các bệnh viện lớn công nhận nhờ tiêu chuẩn cao và hoạt động tốt, JVC mất khoảng một tháng để thực hiện xong quy trình này trong khi một số công ty có thể cần đến vài tháng.

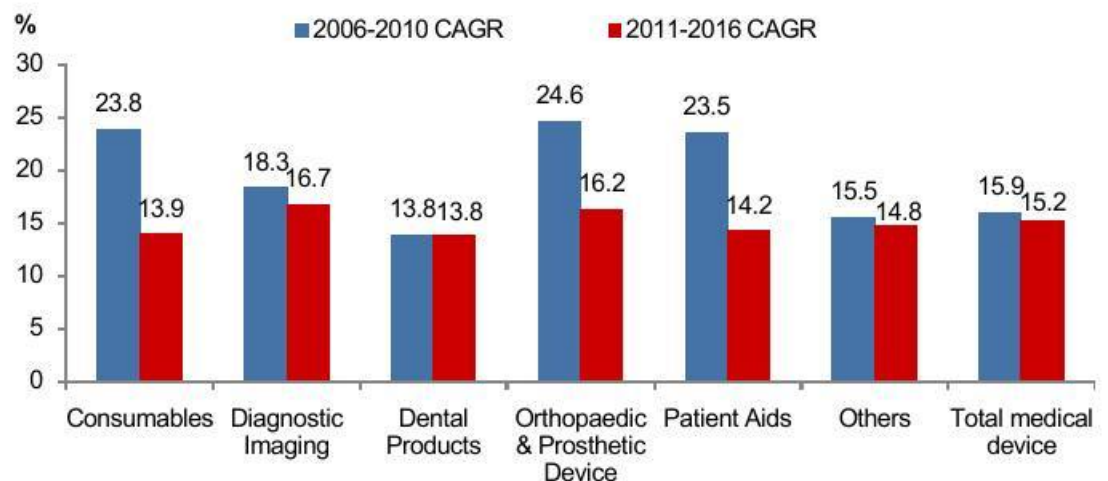
Các quy định hiện hành đều hỗ trợ các công ty phân phối thiết bị y tế trong nước. Hầu hết các bệnh viện công mua thiết bị y tế có giá trị lớn đều thông qua hình thức đấu thầu, và các công ty nước ngoài không được phép trực tiếp tham gia đấu thầu. Vì vậy, các công ty này cần phải thông qua các công ty phân phối trong nước để tham gia đấu thầu và bán sản phẩm. Do đó, các công ty phân phối trong nước có lợi thế hơn hẳn so với các công ty nước ngoài.

Thiết bị y tế: cung chưa đủ cầu

Bộ Tài chính cho biết số giường bệnh cho 10.000 người tại Việt Nam năm 2012 là 21,5 giường, thấp hơn mức trung bình của khu vực Tây Thái Bình Dương là 32 giường. Cơ sở hạ tầng y tế của Việt Nam vẫn còn thiếu thốn, không đồng bộ và lạc hậu so với các nước trong khu vực. Các bệnh viện lớn luôn trong tình trạng quá tải. Chi phí cho thiết bị y tế trên đầu người tại Việt Nam chỉ đạt 7 USD, thấp hơn nhiều so với Thái Lan (12 USD), Malaysia (35 USD), Singapore (103 USD) và mức trung bình của thế giới (50 USD).

Các khoản đầu tư lớn vào lĩnh vực y tế thuộc về Chính phủ và Ngân hàng Thế giới. Chính phủ đã cam kết chi 81.900 tỷ đồng (hay 3,9 tỷ USD) ngân sách cho ngành y tế trong năm 2013 để xây dựng thêm cơ sở khám bệnh và mua sắm thêm trang thiết bị mới, nhằm giảm tình trạng quá tải tại các bệnh viện. Ngoài ra, y tế Việt Nam cũng được Quỹ Global Fund, Ngân hàng Thế giới và khối EU tài trợ dưới hình thức các khoản vay.

Hình 3: Tăng trưởng của ngành thiết bị y tế



Nguồn: Espicom Business Intelligence ước tính

Hình 4: Máy chụp X-quang của Carestream Health kĩ thuật số



Nguồn: JVC

JVC – doanh nghiệp dẫn đầu thị trường

Với doanh thu từ hoạt động mua bán thiết bị y tế và vật tư tiêu hao ước đạt 780 tỷ đồng trong năm 2013, JVC sẽ tiếp tục là nhà cung cấp thiết bị chẩn đoán hình ảnh lớn nhất Việt Nam, với thị phần lên đến 40%. Đối thủ lớn nhất của Công ty là Siemens với thị phần khoảng 30%, và phần còn lại thuộc về các công ty nước ngoài khác như GE, Toshiba, v.v.

JVC có danh mục sản phẩm rất đa dạng, trong khi các công ty khác thường chỉ cung cấp một hoặc hai loại thiết bị. JVC tiếp tục hưởng lợi từ vai trò nhà cung cấp độc quyền cho Hitachi, Carestream Health và Elekta tại Việt Nam. Nhờ vào mối quan hệ lâu năm và bền vững với các bệnh viện nhà nước và mức tăng trưởng doanh thu đầy ấn tượng trong các năm vừa qua đã góp phần nhấn mạnh tầm quan trọng và củng cố quan hệ của công ty với các nhà cung cấp nước ngoài.

Mô hình mang tính cạnh tranh đảm bảo biên lợi nhuận cao

Lợi thế cạnh tranh của JVC nhờ vào việc Công ty có thể nhập khẩu trực tiếp từ Hitachi và các nhà cung cấp khác, sau đó bán lại trực tiếp cho các bệnh viện trong nước. Trong khi, các đối thủ nước ngoài khác đều làm việc thông qua các văn phòng đại diện tại Việt Nam. Các văn phòng này nhận đơn đặt hàng từ các công ty phân phối trong nước, sau đó đặt hàng hãng rồi công ty phân phối trong nước mới có thể nhập khẩu thiết bị. Sau đó công ty phân phối này mới có thể bán thiết bị lại cho bệnh viện. Mô hình này cộng thêm nhiều tầng chi phí vào giá bán cuối cùng. Do đó, chi phí đầu vào của JVC cạnh tranh hơn các công ty trong nước khác. Nhờ vậy Công ty có thể giữ được giá bán ở mức cạnh tranh trong khi vẫn duy trì được biên lợi nhuận khá cao. JVC có mức biên lợi nhuận cao hơn (biên lợi nhuận gộp đạt 39,5% và biên lợi nhuận ròng 22,6%) so với các công ty phân phối khác trong nước cũng như trong khu vực chính nhờ lợi thế này.

JVC có khả năng thương lượng giá cả với các nhà cung cấp khi đặt hàng với số lượng cao. Công ty đã chứng tỏ được giá trị của mình thông qua mạng lưới phân phối rộng, doanh thu cao, và mức tăng trưởng đầy ấn tượng (tăng trưởng trung bình năm trong 4 năm qua đạt 42%). Đặc biệt, Công ty đã xây dựng được quan hệ mật thiết và lâu dài với nhà cung cấp chính như Hitachi. Vì vậy, JVC có thể được hưởng chiết khấu đáng kể từ các nhà cung cấp này.

Hình 5: So sánh biên lợi nhuận

Công ty	Quốc gia	Biên LN gộp (%)	Biên LN ròng (%)
CTCP Thiết bị Y tế Việt Nhật	Việt Nam	39,5	22,6
Danameco Jsc	Việt Nam	32,5	5,9
Vimedimex Jsc	Việt Nam	9,6	0,4
Enseval Putera Megatradin Pt	Indonesia	11,4	3,3
Pharmaniaga Berhad	Malaysia	14,9	3,4
DKSH Holdings Malaysia Bhd	Malaysia	-	1,6
Kingworld Medicines Group	Trung Quốc	23,5	7,4
Millennium Pharmacon Intl Pt	Indonesia	9,0	0,4
Muller & Phipps Ceylon Plc	Sri Lanka	23,4	10,2
Trung bình		20,5	6,1

Nguồn: Bloomberg, JVC

Mở rộng từ bán hàng sang dự án liên kết

JVC hiện đang đầu tư vào các “dự án liên kết” với các bệnh viện, trong đó JVC chia sẻ lời/lỗ từ trang thiết bị y tế của mình đặt tại bệnh viện với chính bệnh viện. Tỷ lệ thông thường là 70:30, theo đó JVC hưởng 70% lợi nhuận ròng từ thiết bị y tế và bệnh viện hưởng 30% còn lại. Thời gian hoàn vốn của thiết bị trung bình là 2 năm. Các thiết bị liên kết trung bình đã khấu hao khoảng 3,5 năm.

Chi phí một lần chụp chiếu sử dụng máy chụp X-quang, máy quét MRI và máy quét CT dao động trong khoảng 36.000 đồng đối với kỹ thuật đơn giản nhất đến 21 triệu đồng đối với kỹ thuật phức tạp nhất, theo biểu giá dịch vụ chăm sóc sức khỏe do Bộ Y tế ban hành và được áp dụng tại các bệnh viện công.

Để tài trợ vốn cho các dự án liên kết này, JVC hiện đang thực hiện đợt phát hành thêm cho cổ đông hiện hữu, sẽ đem lại 148,8 tỷ đồng (7,2 triệu USD) phục vụ đầu tư vào hai dự án liên kết điều trị ung thư tại Bệnh viện K và Bệnh viện Việt Đức tại Hà Nội. JVC dự kiến sẽ mua và lắp đặt một số thiết bị chữa trị ung thư tại hai bệnh viện này, Gamma Knife cho Bệnh viện Việt Đức và máy xạ trị và máy chụp CT cho Bệnh viện K. Hai dự án lớn này dự kiến mỗi năm sẽ đóng góp khoảng 77 tỷ đồng vào doanh thu vào doanh thu liên kết của JVC trong vòng 6 năm đầu thực hiện các dự án.

Hình 6: Sản phẩm chữa trị ung thư của Elekta (dao mổ gamma)



Nguồn: JVC

Triển vọng lợi nhuận lạc quan

Chúng tôi dự báo JVC sẽ đạt tăng trưởng doanh thu trung bình 15,2%/năm từ 2013 đến 2017, bằng với tăng trưởng của lĩnh vực thiết bị y tế tại Việt Nam. Trong khi đó, lợi nhuận dự kiến sẽ tăng 19,2%/năm vì chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp sẽ tăng nhẹ do biên lợi nhuận của lĩnh vực cho liên kết sẽ tăng nhờ các thiết bị điều trị ung thư.

Dự báo doanh thu

Chúng tôi dự báo doanh thu của JVC năm 2013 sẽ đạt 889 tỷ đồng (tăng 16,7% so với năm 2012) với giả định doanh thu từ hoạt động bán thiết bị và vật liệu tiêu hao tăng 15% và doanh thu từ hoạt động liên kết tăng 33%. Cơ sở để doanh thu từ hoạt động bán thiết bị và vật liệu tiêu hao có thể đạt mức tăng trưởng hơn 15% là nhờ dự án cung cấp hệ thống xử lý nước thải cho bệnh viện mang lại khoảng 100 tỷ đồng trong năm 2013 cho JVC. Dự án này thuộc một trong nhiều dự án phát triển ngành y tế Việt Nam của World Bank sẽ kết thúc vào năm 2017.

Ngoài ra, JVC sẽ thực hiện hai dự án liên kết lớn về thiết bị điều trị ung thư tại Bệnh viện K và Bệnh viện Việt-Đức Hà Nội. Chúng tôi thận trọng dự báo trong năm 2013, JVC sẽ thu về 20 tỷ đồng doanh thu từ hai dự án liên kết này. Bên cạnh tăng trưởng từ các dự án liên kết quy mô nhỏ hơn, hai dự án này sẽ góp phần tăng doanh thu của lĩnh vực 33%.

Hình 7: Dự báo doanh thu 2013-2017

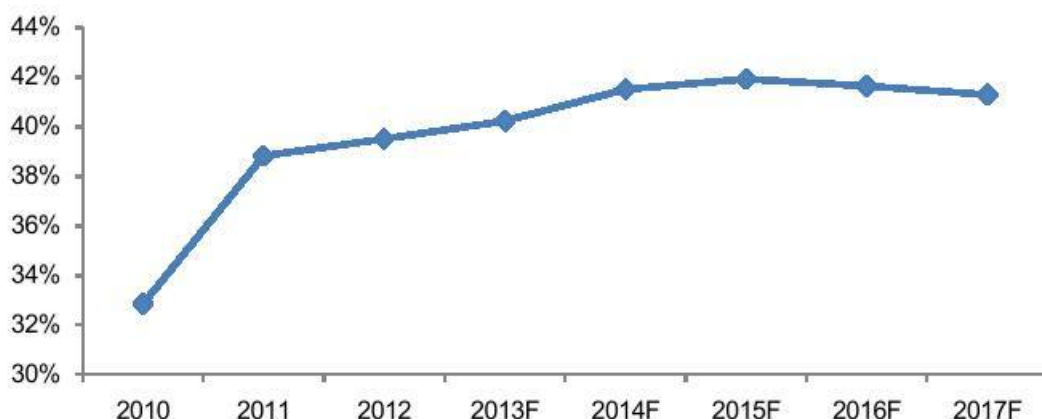
(tỷ đồng)	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Bán thiết bị y tế/ vật liệu tiêu hao	355	516	665	763	875	1.004	1.149	1.314
Cho thuê/Hợp tác	62	78	86	114	163	193	205	215
Dịch vụ	4	12	11	12	13	14	16	17
Tổng doanh thu	422	605	762	889	1.051	1.212	1.370	1.547

Nguồn: VCSC dự báo

Biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ nhờ hoạt động liên kết

Biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ từ mức 38,8% năm 2011 lên 39,5% năm 2012, chủ yếu nhờ biên lợi nhuận của hai mảng chính là mua bán thiết bị và liên kết tăng. Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận từ hoạt động mua bán thiết bị đã đạt mức tối ưu 39%-40%, còn biên lợi nhuận của mảng liên kết có thể sẽ tăng nhờ hai dự án điều trị ung thư mới mà trước đây JVC chưa thực hiện. Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của lĩnh vực này sẽ tăng từ mức 40% năm 2012 lên 47,4% trong năm 2013 và đến năm 2017 sẽ đạt trên 50%. Nhờ vậy, tổng biên lợi nhuận gộp của các dự án sẽ ổn định tại mức 41% trong năm 2017.

Hình 8: Biên lợi nhuận gộp lịch sử và dự báo



Nguồn: VCSC dự báo

Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh và lợi nhuận ròng

Chúng tôi dự báo lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh và lợi nhuận ròng năm 2013 sẽ tăng lần lượt 18,3% và 20,1%, chủ yếu nhờ biên lợi nhuận gộp cải thiện. Trung bình, lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh dự báo sẽ tăng 16,2%/năm trong khi lợi nhuận ròng sẽ tăng 19,2%/năm từ nay cho đến năm 2017.

Hình 9: Kết quả kinh doanh

	2011	2012	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Doanh thu thuần	605	762	889	1.051	1.212	1.370	1.547
- Giá vốn hàng bán	-370	-461	-531	-615	-704	-799	-908
Lợi nhuận gộp	235	301	358	436	508	570	639
- Chi phí bán hàng	-1	-6	-9	-11	-12	-14	-15
- Chi phí quản lý DN	-26	-26	-31	-37	-42	-48	-54
Lợi nhuận thuần HĐKD	207	269	318	389	454	509	569
- Lỗ do chênh lệch tỷ giá	-11	0	-2	-2	-2	-3	-3
- Lợi nhuận khác	6	0	0	0	0	0	0
EBIT	202	269	316	387	451	506	566
- Chi phí lãi vay	-22	-39	-41	-32	-40	-30	-17
EBT	180	229	275	355	411	476	549
- Thuế TNDN	-45	-57	-69	-89	-103	-119	-137
LN bao gồm lợi ích CĐTS	135	172	206	266	308	357	412
- Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0	0	0
LN cho cổ đông cty mẹ	135	172	206	266	308	357	412
Biên LN gộp	38,8%	39,5%	40,2%	41,5%	41,9%	41,6%	41,3%
Chi phí bán hàng	0,2%	0,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Chi phí quản lý	4,4%	3,4%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Biên LN từ hoạt động	34,2%	35,3%	35,7%	37,0%	37,4%	37,1%	36,8%
Thuế suất	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Biên LN ròng	22,3%	22,6%	23,2%	25,3%	25,4%	26,0%	26,6%

Nguồn: VCSC Dự báo

Chi phí quản lý và bán hàng. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ chi phí quản lý và bán hàng sẽ tăng so với doanh thu do JVC tiếp tục mở rộng mạng lưới phân phối tại các tỉnh thành mới và củng cố đội ngũ bán hàng. Dự kiến chi phí quản lý và bán hàng sẽ ổn định tại mức 4,5% doanh thu trong vòng 5 năm tới.

Chi phí lãi vay. Vào cuối năm 2012, tổng số nợ vay của JVC tăng mạnh lên 435 tỷ đồng, trong đó 94% là nợ ngắn hạn. Tỷ lệ nợ/VCSH tăng từ 30% trong năm 2011 lên 60% trong năm 2012. JVC bổ sung vốn lưu động cho việc mở rộng hoạt động mua bán và các dự án liên kết bằng nợ ngắn hạn. Chúng tôi dự báo tổng số nợ sẽ giảm xuống 267 tỷ đồng trong năm 2013, vì vậy tỷ lệ nợ/CSH sẽ chỉ còn 30% nhờ số ngày phải thu giảm và các hoạt động kinh doanh mang lại nguồn tiền mặt ổn định trong năm 2013. JVC dự kiến trong Quý 1/2013 sẽ thu về hơn 200 tỷ đồng công nợ/khoản phải thu khách hàng của năm 2012 và Công ty tin rằng có thể thu về tất cả các khoản phải thu từ năm ngoái trong 2 quý sắp tới vì các bệnh viện vẫn phải phụ thuộc vào các dịch vụ sửa chữa và bảo trì của JVC để duy trì hoạt động cho các thiết bị. Chi phí lãi vay sẽ chỉ tăng nhẹ mặc dù nợ ngắn hạn vào cuối năm 2012 tăng mạnh, nhưng lãi suất năm nay thấp hơn năm ngoái với 9%-12%/năm, trong khi lãi suất năm 2012 là 14%. Vì vậy, chúng tôi cho rằng chi phí lãi vay năm 2013 sẽ chỉ tăng nhẹ lên 41 tỷ đồng.

Thu nhập từ ngoài hoạt động kinh doanh. Công ty không kỳ vọng sẽ có khoản thu nhập đáng kể nào từ ngoài hoạt động kinh doanh.

Lỗ từ chênh lệch tỷ giá hối đoái. Là một công ty nhập khẩu với hợp đồng nhập khẩu được tính bằng USD, JVC luôn chịu rủi ro bị lỗ từ chênh lệch tỷ giá hối đoái. Tuy nhiên, Chúng tôi cho rằng tiền đồng Việt Nam sẽ tiếp tục ổn định so với đồng USD, vì vậy chúng tôi ước tính lỗ từ tỷ giá hối đoái sẽ ở mức rất thấp, khoảng 0,2% doanh thu.

Cổ tức. Chúng tôi dự báo JVC sẽ áp dụng tỷ lệ chi trả cổ tức 30%, theo đó lợi suất cổ tức sẽ là 9%.

Phân tích bảng cân đối kế toán

Bảng cân đối kế toán của JVC không được khả quan do các khoản phải thu và nợ đều ở mức cao, nhưng chúng tôi cho rằng tình trạng này sẽ cải thiện trong năm nay.

Các khoản phải thu ở mức cao do tính chất khách hàng

Các khách hàng chính của JVC đều là các bệnh viện công và các bệnh viện này thường thanh toán vào gần cuối năm. JVC có lợi thế đáng kể trong việc thu hồi nợ hoặc đẩy nhanh quá trình thu hồi do công ty cung cấp các dịch vụ sửa chữa, bảo trì và cung cấp vật liệu tiêu hao, vì vậy các bệnh viện phải phụ thuộc vào JVC để duy trì các trang thiết bị hoạt động ổn định.

Chúng tôi cho rằng tình hình thu hồi nợ năm nay của công ty sẽ cải thiện rõ rệt và số ngày phải thu sẽ giảm còn 230 ngày thay vì 273 ngày như năm 2012. Công ty dự kiến sẽ thu về khoảng hơn 200 tỷ đồng tiền nợ trong Quý 1/2013 và sau đó giảm các khoản phải thu xuống thấp hơn nữa cũng trong năm 2013.

Nợ ở mức cao nhưng sẽ giảm

Vay nợ ở mức cao do các khoản phải thu còn rất lớn, việc mở rộng bán hàng nhanh chóng và các dự án liên kết mới. Tính đến hết năm 2012, tỷ lệ nợ/VCSH tăng lên 60% so với mức 30% năm 2011. Với số vốn mới huy động từ việc phát hành riêng lẻ (khoảng 148,8 tỷ đồng) và lượng tiền mặt công ty sẽ tạo ra trong năm 2013, chúng tôi cho rằng công ty sẽ có thể giảm tỷ lệ nợ/VCSH xuống còn 30%.

Hình 10: Bảng cân đối kế toán

Bảng cân đối kế toán	2011	2012	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Tài sản							
+ Tiền và tương đương	31	12	267	432	587	798	954
+ Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0	0	0	0
+ Các khoản phải thu	421	722	560	605	697	750	848
+ Hàng tồn kho	77	232	175	202	231	219	249
+ Tài sản ngắn hạn khác	26	61	61	61	61	61	61
Tổng tài sản ngắn hạn	555	1.027	1.063	1.300	1.576	1.828	2.111
+ Tài sản cố định ròng	369	522	711	761	811	861	911
- Khấu hao tích lũy	-172	-229	-279	-337	-403	-478	-561
+ Tài sản cố định ròng	197	293	432	424	408	383	350
+ Đầu tư dài hạn	0	13	13	13	13	13	13
+ Tài sản dài hạn khác	7	2	2	2	2	2	2
Tổng tài sản dài hạn	204	308	447	439	423	398	365
Tổng Tài sản	759	1.334	1.510	1.739	1.998	2.226	2.476
Nợ & Vốn CSH							
+ Phải trả ngắn hạn	122	86	116	135	154	175	199
+ Vay và nợ ngắn hạn	100	410	267	267	267	200	111
+ Phải trả ngắn hạn khác	130	115	134	159	183	207	233
Nợ ngắn hạn	351	610	517	560	604	582	544
+ Vay và nợ dài hạn	32	25	0	0	0	0	0
+ Phải trả dài hạn	0	0	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn	32	25	0	0	0	0	0
Tổng nợ	383	635	517	560	604	582	544
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0	0	0
+ Thặng dư	0	72	121	121	121	121	121
+ Vốn điều lệ	242	354	453	453	453	453	453
+ LN chưa phân phối	134	273	418	604	820	1.070	1.358
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	376	699	992	1.179	1.394	1.644	1.933
Nợ/VCSH	0,3	0,6	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1
<i>Vòng quay khoản phải thu (ngày)</i>	<i>180,0</i>	<i>273,9</i>	<i>263,2</i>	<i>202,2</i>	<i>196,1</i>	<i>192,9</i>	<i>188,5</i>
<i>Vòng quay khoản phải trả(ngày)</i>	<i>79,2</i>	<i>82,1</i>	<i>69,4</i>	<i>74,6</i>	<i>74,9</i>	<i>75,2</i>	<i>75,2</i>
<i>Vòng quay hàng tồn kho(ngày)</i>	<i>77,0</i>	<i>122,4</i>	<i>139,7</i>	<i>111,8</i>	<i>112,4</i>	<i>102,8</i>	<i>94,0</i>

Nguồn: VCSC dự báo

Phát hành thêm cho cổ đông hiện hữu

JVC hiện đang phát hành thêm cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 28% (100 cổ phiếu thì được phép mua thêm 28 cổ phiếu mới) tại mức giá 15.000 đồng/cổ phiếu. Đợt phát hành sẽ hoàn tất vào ngày 26/03/2013. Dự kiến số lượng cổ phiếu sẽ phát hành thêm là 9,92 triệu cổ phiếu, vì vậy tổng số cổ phiếu sau khi phát hành sẽ là 45,3 triệu. Số vốn huy động được (ước đạt 148,8 tỷ đồng) sẽ dùng để tài trợ cho hai dự án liên kết về các sản phẩm điều trị ung thư.

Khả năng cao tất cả các cổ đông lớn sẽ tham gia đợt phát hành và mua cổ phiếu với giá 15.000 đồng/cổ phiếu để tránh tình trạng bị pha loãng.

Hình 11: Hai dự án hợp tác chính trong năm 2013

	Giá trị (tỷ đồng)	Dự kiến giải ngân
Bệnh viện Việt Đức		
- Gamma Knife	52,5	03/2013
Bệnh viện K		
- Hai máy xạ trị và một máy quét CT	94,5	03/2013
Phí hành chính	1,8	02/2013
Tổng cộng	148,8	

Nguồn: Bản cáo bạch JVC

Sáp nhập với một công ty phân phối khác - Kyoto Medical Science

JVC sẽ sáp nhập với Kyoto Medical Science, một công ty phân phối trang thiết bị y tế chưa được niêm yết, với tỷ lệ hoán đổi là 1 cổ phiếu Kyoto Medical Science lấy 0,74 cổ phiếu JVC. JVC do vậy sẽ phát hành 4,07 triệu cổ phiếu để hoán đổi 5,5 triệu cổ phiếu của Kyoto Medical Science. Việc hoán đổi dự kiến sẽ được thực hiện xong vào cuối tháng 03/2013. Điều này sẽ pha loãng tỷ lệ sở hữu của các cổ đông hiện hữu 9%.

Sáp nhập với Kyoto Medical Science sẽ giúp JVC giảm cạnh tranh, mở rộng danh mục sản phẩm, thâm nhập vào các tỉnh thành mới và phát triển hoạt động liên kết hơn nữa. Ngoài ra, JVC sẽ có lợi thế hơn trong việc thương lượng với các nhà cung cấp để hạ giá thành và đồng thời, sẽ có bảng cân đối kế toán mạnh hơn nhờ phần vốn của Kyoto Medical Science (KMS).

Do KMS không công bố báo cáo tài chính, chúng tôi không thể xây dựng mô hình tài chính hợp nhất cho JVC và KMS. Vì vậy, chúng tôi thận trọng giữ nguyên dự báo lợi nhuận của KMS năm 2013 là 22 tỷ đồng, bằng năm 2012. Điều này có nghĩa là lợi nhuận ròng hợp nhất của JVC (bao gồm KMS) năm 2013 đạt khoảng 224 tỷ đồng, theo đó EPS tương ứng đạt 4.541 tỷ đồng, dựa trên tổng số cổ phiếu 49,4 triệu (bao gồm cả số cổ phiếu từ việc hoán đổi với KMS và số cổ phiếu từ đợt phát hành thêm cho cổ đông hiện hữu).

Định giá

JVC hiện đang giao dịch tại mức PER 2013 hấp dẫn là 4,3 lần, thấp hơn 58% so với các công ty cùng ngành trong khu vực (có PER là 10,3 lần) và 61% so với chỉ số VNI (có PER là 10,9 lần). Tại Việt Nam, ngoài JVC chỉ còn hai công ty chuyên phân phối các sản phẩm y tế được niêm yết (Vimedimex JSC – chuyên phân phối dược phẩm và Danameco JSC – chuyên sản xuất và phân phối gạc y tế, bông y tế); vì vậy, chúng tôi sẽ lấy PER của các công ty cùng ngành trong khu vực làm chuẩn cho PER mục tiêu của chúng tôi.

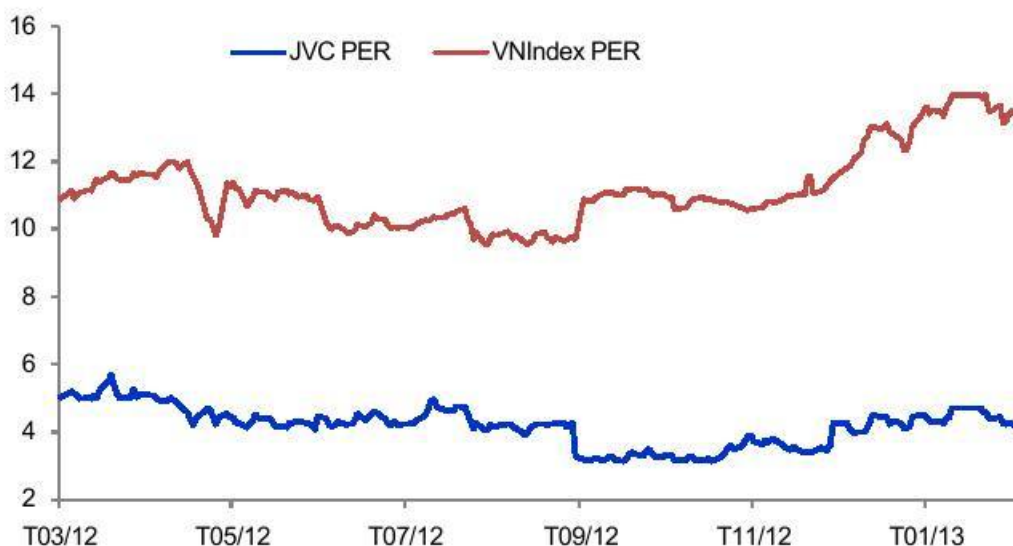
Với dự báo JVC sẽ tiếp tục dẫn đầu lĩnh vực thiết bị y tế và lợi nhuận năm 2013 tăng trưởng 20,1% so với năm 2012, chúng tôi cho rằng PER mục tiêu 6,0 lần là phù hợp (thấp hơn 44% so với VNIndex cũng giống như các doanh nghiệp phân phối thiết bị y tế tại Indonesia và Malaysia cũng giao dịch ở mức 30%-40% thấp hơn so với chỉ số của các nước này). Như vậy, tại mức EPS 4.552 đồng, giá mục tiêu của JVC là 27.300 đồng (tỷ lệ tăng 39%).

Hình 12: So sánh với các công ty kinh doanh thiết bị y tế khác trong khu vực

Công ty	Quốc gia	GT vốn hóa (triệu USD)	PE (x)	PB (x)	ROE (%)
CTCP Thiết bị Y tế Việt Nhật	Việt Nam	33,6	4,3	0,9	32,0
Enseval Putera Megatradin Pt	Indonesia	661,6	15,3	2,6	18,3
Pharmaniaga Berhad	Malaysia	299,7	15,0	1,9	17,0
DKSHHoldings Malaysia Bhd	Malaysia	166,2	6,6	2,0	20,5
Kingworld Medicines Group	Trung Quốc	111,6	13,5	1,7	13,4
Millennium Pharmacon Intl Pt	Indonesia	7,2	8,1	0,7	8,6
Muller & Phipps Ceylon Plc	Sri Lanka	3,4	9,4	2,5	32,7
Trung bình			10,3	1,7	20,4

Nguồn: Bloomberg, VCSC ước tính

Hình 13: Diễn biến PER của JVC và chỉ số VNI



Nguồn: Bloomberg

Tổng kết kết quả hàng quý

tỷ đồng

2012	Q1/2012	Q2/2012	Q3/2012	Q4/2012	YTD
Doanh thu	56	49	231	427	762
LN gộp	19	18	98	166	301
Biên LN gộp (%)	33,6%	38,0%	42,3%	38,9%	39,5%
LN từ hoạt động	13	9	90	157	269
Biên LN hoạt động (%)	22,4%	18,5%	38,9%	36,9%	35,3%
LN ròng	4	1	61	106	172
Biên LN ròng (%)	7,1%	2,9%	26,5%	24,8%	22,6%
2011	Q1/2011	Q2/2011	Q3/2011	Q4/2011	YTD
Doanh thu	56	93	72	384	605
LN gộp	17	34	25	159	235
Biên LN gộp (%)	30,2%	36,3%	35,2%	41,3%	38,8%
LN từ hoạt động	13	25	20	148	207
Biên LN hoạt động (%)	24,2%	26,9%	27,9%	38,6%	34,2%
LN ròng	8	15	11	102	135
Biên LN ròng (%)	13,8%	15,7%	14,8%	26,5%	22,3%
2012 vs. 2011	1Q YoY %	2Q YoY %	3Q YoY %	4Q YoY %	1Q YoY %
Doanh thu	0,0%	-47,3%	220,8%	11,2%	26,0%
LN gộp	11,8%	-47,1%	292,0%	4,4%	28,1%
LN từ hoạt động	0,0%	-64,0%	350,0%	6,1%	30,0%
LN ròng	-50,0%	-93,3%	454,5%	3,9%	27,4%

Nguồn: Báo cáo tài chính của Công ty



Báo cáo tài chính

Đơn vị: tỷ đồng

KQLN	2012	2013	2014	2015	2016	CDKT	2012	2013	2014	2015	2016
Doanh thu thuần	762	889	1.051	1.212	1.370	Tài sản					
- Giá vốn hàng bán	-461	-531	-615	-704	-799	+ Tiền và tương đương	12	267	432	587	798
Lợi nhuận gộp	301	358	436	508	570	+ Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0	0
- Chi phí bán hàng	-6	-9	-11	-12	-14	+ Các khoản phải thu	722	560	605	697	750
- Chi phí quản lý DN	-26	-31	-37	-42	-48	+ Hàng tồn kho	232	175	202	231	219
Lợi nhuận thuần HĐKD	269	318	389	454	509	+ Tài sản ngắn hạn khác	61	61	61	61	61
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	0	-2	-2	-2	-3	Tổng tài sản ngắn hạn	1.027	1.063	1.300	1.576	1.828
- Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0	+ Tài sản dài hạn	522	711	761	811	861
Lợi nhuận khác	269	316	387	451	506	+ Khấu hao lũy kế	-229	-279	-337	-403	-478
- Chi phí lãi vay	-39	-41	-32	-40	-30	+ Tài sản dài hạn	293	432	424	408	383
Lợi nhuận trước thuế	229	275	355	411	476	+ Đầu tư tài chính dài hạn	13	13	13	13	13
- Thuế TNDN	-57	-69	-89	-103	-119	+ Tài sản dài hạn khác	2	2	2	2	2
LNST	172	206	266	308	357	Tổng tài sản dài hạn	308	447	439	423	398
- Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0	Tổng Tài sản	1.334	1.510	1.739	1.998	2.226
LNST của cổ đông CT Mẹ	172	206	266	308	357	Nợ					
EPS (đ)	4.853	4.552	5.870	6.798	7.871	+ Phải trả ngắn hạn	86	116	135	154	175
EBITDA	325	366	445	518	581	+ Vay và nợ ngắn hạn	410	267	267	267	200
Khấu hao	-57	-50	-58	-66	-75	+ Phải trả ngắn hạn khác	115	134	159	183	207
Tăng trưởng doanh thu	25,8	16,7	18,3	15,3	13,0	Nợ ngắn hạn	610	517	560	604	582
Tăng trưởng LN HĐKD	29,6	18,3	22,5	16,6	12,2	+ Vay và nợ dài hạn	25	0	0	0	0
Tăng trưởng EBIT %	32,9	17,6	22,5	16,6	12,1	+ Phải trả dài hạn	0	0	0	0	0
Tăng trưởng EPS %	3,5	-21,0	29,0	15,8	15,8	Nợ dài hạn	25	0	0	0	0
Chỉ số khả năng sinh lợi						Tổng nợ					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	39,5	40,2	41,5	41,9	41,6	+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
Tỷ suất LNST	22,6	23,2	25,3	25,4	26,1	+ Thặng dư	72	121	121	121	121
ROE DuPont	32,0	24,4	24,5	24,0	23,5	+ Vốn điều lệ	354	453	453	453	453
ROA DuPont	16,4	14,5	16,4	16,5	16,9	+ LN chưa phân phối	273	418	604	820	1.070
Tỷ suất EBIT	35,3	35,5	36,8	37,2	36,9	+ Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNTT / LNST	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	Vốn chủ sở hữu	699	992	1.179	1.394	1.644
LNTT / EBIT	85,3	87,1	91,7	91,1	94,1	Tổng cộng nguồn vốn	1.334	1.510	1.739	1.998	2.226
Vòng quay tổng tài sản	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	Lưu chuyển tiền tệ					
Đòn bẩy tài chính	1,9	1,7	1,5	1,5	1,4	Tiền đầu năm	31	12	267	432	587
ROIC	20,9	17,2	19,7	19,8	20,4	Lợi nhuận sau thuế	172	206	266	308	357
Chỉ số hiệu quả vận hành						+ Khấu hao lũy kế	57	50	58	66	75
Số ngày phải thu	122,4	139,7	111,8	112,4	102,8	+ Điều chỉnh	37	0	0	0	0
Số ngày tồn kho	273,9	263,2	202,2	196,1	192,9	+ Thay đổi vốn lưu động	-532	269	-29	-78	4
Số ngày phải trả	82,1	69,4	74,6	74,9	75,2	Tiền từ hoạt động KD	-266	525	295	297	435
Thời gian luân chuyển tiền	314,2	333,6	239,5	233,5	220,5	+ Thanh lý tài sản cố định	0	0	0	0	0
COGS / Hàng tồn kho	3,0	2,6	3,3	3,2	3,5	+ Chi mua sắm TSCĐ	-161	-189	-50	-50	-50
Chỉ số TK/đòn bẩy TC						+ Tăng (giảm) đầu tư	0	0	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	1,68	2,05	2,32	2,61	3,14	+ Các hoạt động đầu tư khác	1	0	0	0	0
CS thanh toán nhanh	1,30	1,72	1,96	2,23	2,77	Tiền từ hoạt động đầu tư	-160	-189	-50	-50	-50
CS thanh toán tiền mặt	0,02	0,52	0,77	0,97	1,37	+ Cổ tức đã trả	-48	-62	-80	-92	-107
Nợ / Tài sản	0,33	0,18	0,15	0,13	0,09	+ Tăng (giảm) vốn	152	0	0	0	0
Nợ / Vốn sử dụng	0,38	0,21	0,18	0,16	0,11	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	304	-143	0	0	-67
Nợ / Vốn CSH	0,62	0,27	0,23	0,19	0,12	+ Thay đổi nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,31	0,18	0,15	0,13	0,09	+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	Tiền từ hoạt động TC	407	-81	-80	-92	-174
Khả năng TT lãi vay	6,82	7,78	12,08	11,27	16,88	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-19	256	165	154	211
						Tiền cuối năm	12	267	432	587	798

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Vũ Thị Trà Lý, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

Trụ sở chính

Tháp Tài Chính Bitexco, Lầu 15
2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

Tòa nhà Vinatex-Tài Nguyên, Lầu 3
10 Nguyễn Huệ, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám Đốc

Robert Zielinski, ext 145
robert.zielinski@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Phó Giám Đốc, Vũ Thanh Tú, ext 105
Trưởng phòng, Tôn Minh Phương, ext 146
CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140
CV cao cấp, Nguyễn Xuân Huy, ext 139
CV cao cấp, Nguyễn Thế Anh, ext 194

Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143
Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147
Chuyên viên, Phạm Thùy Dương, ext 130
Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116
CV vĩ mô, Nguyễn Duy Phong, ext 120
CV PTKT, Nguyễn Thế Minh, ext 142

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.
+84 8 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
11/03/2013	MUA	19.600	27.300