

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Phân ngành Trang thiết bị y tế đang trong giai đoạn phát triển mạnh, đáp ứng được cả hai tiêu chí: vừa phòng thủ và vừa có tăng trưởng ở mức độ khá cao ở hai con số.

JVC duy trì tốc độ tăng trưởng và biên lợi nhuận khá cao: Năm 2012, JVC đã đạt tăng trưởng doanh thu 26% và biên lợi nhuận 39.4%. JVC là một cổ phiếu rất đáng quan tâm trên thị trường trong trung và dài hạn khi có thể khai thác tốt tiềm năng tăng trưởng của ngành với lợi thế cạnh tranh dự kiến vẫn sẽ tiếp tục được duy trì trung hạn.

Một số nét nổi bật cần chú ý khi đầu tư vào JVC:

- Các dự án đầu tư có chiều sâu thay vì thương mại thuần túy về dài hạn tác động rất tích cực lên sự phát triển bền vững, giảm phụ thuộc vào tính chất ngành nghề. Tuy nhiên khoản phải thu hiện đang chiếm tỷ trọng lớn. Nếu không cải thiện được chỉ số này, về dài hạn, rủi ro này cần được đánh giá cẩn trọng.*
- Xu hướng giảm giá trung và dài hạn đồng Yên, có thể có tác động tích cực nhất định lên JVC khi đối tác chiến lược, cũng như nguồn hàng chủ yếu của JVC là từ các công ty lớn của Nhật Bản. Cơ cấu vốn có thể sẽ cải thiện hơn trong thời gian tới. Giá vốn hàng bán có thể được hưởng lợi theo xu thế giảm giá đồng Yên rất mạnh.*

Trong giai đoạn thị trường chứng khoán sụt giảm, thì cần đặc biệt lưu ý các cổ phiếu có tính chất phòng thủ như JVC. Diễn biến giá và thanh khoản của JVC gần đây đã khá tích cực trở lại với độ biến động ngắn khá mạnh.

Trên quan điểm thận trọng, giá trị hợp lý cho JVC xác định cho năm 2013 là 28,000 đồng/cp, theo phân tích cơ bản và kỹ thuật. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị đầu tư vào cổ phiếu JVC ở vùng giá hợp lý là 18,000-20,000 (thấp hơn bookvalue/share) xét trên quan điểm đầu tư trung và dài hạn.

ĐỒ THỊ GIAO DỊCH



KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	MUA
Giá kỳ vọng	28,000
Giá thị trường 15.4.2013	18,300
Giá cắt lỗ	16,000
Triển vọng 1 tháng	Tăng nhẹ
Triển vọng 6 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	45
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	830
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	19,900
Sở hữu nước ngoài (%)	38.4
Giá hiện tại (đ/cp)	18,300
P/E hiện tại	4.82
P/B hiện tại	1.18
KLTB 10 ngày (cp)	200,000
Giá thấp nhất 52T (đ)	16,000
Giá cao nhất 52T (đ)	27,500

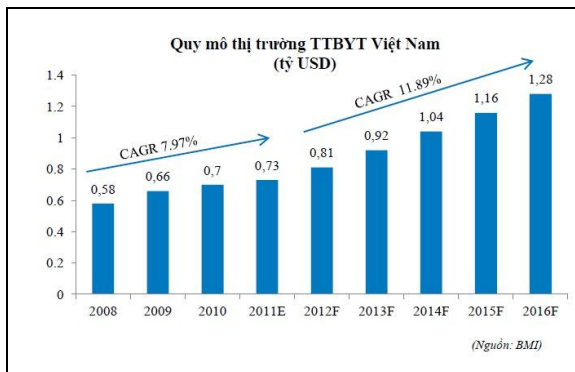
Chuyên viên phân tích
Nguyễn Tuấn Anh
Email: anhnt1@bsc.com.vn
Tel: 091.250.9966

Các chỉ tiêu tài chính	2008	2009	2010	2011	2012
Doanh thu thuần (tỷ đ)	136	183	422	605	762
% tăng trưởng y-o-y		0.34	1.31	0.44	0.26
Tổng tài sản (tỷ đ)	336.2	403	466	759	1,332.00
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	6.9	46.6	289.4	375.8	697.4
Vốn điều lệ (tỷ đ)	6	6	242	250	350
CPLH bình quân (Tr cp)	0.6	0.6	24.2	25	35
LN sau thuế (tỷ đ)	0.5	33.3	76.6	134.8	170.1
% tăng trưởng y-o-y		6560%	130%	76%	26%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	833	55,500	3,165	5,392	4,860
Giá trị sổ sách (đ/cp)	11,500	77,667	11,959	15,032	19,926
Lợi nhuận gộp biên	33.50%	45.90%	32.90%	38.80%	39.40%
ROS	0.40%	18.20%	18.20%	22.30%	22.30%
ROE	7.60%	71.80%	26.50%	35.90%	24.40%
ROA		8.30%	16.40%	17.80%	12.80%

Nguồn: BCTC JVC

TRIỂN VỌNG NGÀNH KINH DOANH CHÍNH

- Trong một thời gian dài, khẩu vị của các quỹ đầu tư là tập trung vào những doanh nghiệp đơn ngành, chiếm vị thế số một, thuộc những ngành nghề ổn định trước những biến động cao của kinh tế, vượt được khủng hoảng và suy thoái, đặc biệt cao ở những thị trường mới nổi như Việt Nam. Dược phẩm, Y Tế là một trong những phân ngành đáp ứng được yêu cầu như vậy khi vừa mang tính phòng thủ mà vẫn còn nhiều không gian tăng trưởng, bên cạnh các ngành truyền thống khác như thực phẩm, giáo dục...



Theo BMI, qui mô thị trường hiện còn khá nhỏ nhưng tốc độ tăng trưởng đang khá cao và vẫn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng (cung hiện vẫn thấp hơn cầu) xuất phát từ các yếu tố như qui mô dân số lớn, tốc độ tăng trưởng kinh tế cao trong khi chi phí y tế trên đầu người vẫn ở mức thấp trong khu vực, chi đầu tư Chính phủ cho ngành ở mức cao cũng như có nhiều ưu đãi khi đầu tư trong ngành theo xu hướng xã hội hóa y tế....

- Tại Việt Nam, tốc độ tăng trưởng hàng năm (CAGR) trong giai đoạn 2008-2011: 7.97%, thấp hơn mức dự kiến giai đoạn 2012-2016 là 11.89%. Tỷ lệ nhập khẩu các sản phẩm, thiết bị chiếm tuyệt đối tới 90% từ các nước Nhật, Singapore, Đức, Mỹ và Trung Quốc. Trong đó Nhật Bản là nước cung cấp thiết bị y tế lớn nhất cho Việt Nam. JVC, vì vậy, có được lợi thế dài hạn lớn so với các DN khác trong ngành khi đã thiết lập được quan hệ khá tốt với các nhà cung cấp bên Nhật Bản.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

- Các dịch vụ chính mà JVC cung cấp là các thiết bị chuẩn đoán hình ảnh, vật tư tiêu hao cũng như các dịch vụ khám bệnh lưu động, bảo trì bảo dưỡng thiết bị. Cung cấp thiết bị y tế và vật tư tiêu hao chiếm tỷ trọng 85% tổng doanh thu. Các thiết bị đều được nhập khẩu từ các nước phát triển như Nhật, Mỹ, Đức, Singapore...
- Doanh thu và Lợi nhuận của JVC tăng trưởng khá đều trong 5 năm gần đây. Xu hướng này dự kiến còn tiếp tục kéo dài khi không gian tăng trưởng ngành vẫn tiếp tục duy trì cũng như vị thế dẫn đầu của JVC với chiến lược đầu tư có chiều sâu hơn khi tham gia sâu vào dịch vụ y tế thay vì đơn thuần cung cấp dịch vụ thương mại như trước, với tỷ trọng hiện ở mức khá thấp (15% tổng DT). Các chỉ tiêu tuyệt đối cũng như tương đối trong hiệu quả sử dụng vốn đều được cải thiện và duy trì ở mức cao (ROE, ROS, ROA). Các chi phí về kinh doanh duy trì khá ổn định ở mức thấp so với doanh thu, góp phần làm tăng hiệu quả hoạt động. Tốc độ tăng trưởng trung bình trong 4 năm gần nhất khá cao, khoảng 30% (đã ngoại trừ ảnh hưởng lớn của năm 2010 lên tới 131% so với năm 2009). Biên lợi nhuận gộp bình quân đạt 38% trong 4 năm gần nhất.
- Trong dài hạn, hoạt động liên doanh, liên kết sau khi phát hành thêm vốn theo tỷ lệ 28% với giá 15,000 đồng (giá qui đổi trước ngày chốt quyền là 18,500) (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), sẽ mang lại nguồn thu ổn định và lâu dài cho JVC. Hiện tỷ trọng của hoạt động này vẫn còn ở mức thấp (15% tổng DT), công ty đã thiết lập được quan hệ với hơn 100 bệnh viện trên cả nước. Quan trọng hơn cả là các khoản phải thu sẽ giảm đáng kể, giảm rủi ro trong chất lượng tăng trưởng. Việc phát hành thành công hơn 11 triệu cổ phiếu cho đối tác Nhật là dấu hiệu cho thấy triển vọng khá tích cực của JVC trong dài hạn.
- Để gia tăng thị phần, giảm cạnh tranh, JVC cũng đã phát hành cho cổ đông KMS (Kyoto Medical Science - một công ty cũng chuyên về phân phối trang thiết bị y tế chưa niêm yết) 4,07 triệu cổ với mục đích hoán đổi cổ phần KMS sang cổ phần JVC theo tỷ lệ 1:0,74.
- Nhu cầu với các trang thiết bị của công ty khá kém co dãn do trong nước chưa thể sản xuất được. Với trên 70% trang thiết bị được nhập khẩu, sản xuất tại Nhật Bản, công ty có lợi thế cạnh tranh khá lớn

trong các gói thầu về trang thiết bị y tế do có được lợi thế về nguồn cung cấp khá lớn. Lợi thế độc quyền phân phối với một số hãng bên Nhật còn giúp công ty có được sự hỗ trợ khá tốt từ các đối tác này. Với xu thế rất mạnh nhằm hạ giá Yên Nhật trong năm 2013 theo sau năm 2012 để thúc đẩy hoạt động xuất khẩu, dự báo giá vốn hàng bán của công ty sẽ được cải thiện mạnh, nâng biên lợi nhuận gộp lên mức cao hơn.

TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Cơ cấu vốn có hệ số sử dụng đòn bẩy khá cao. Vốn nợ là công cụ hai mặt. Trong trường hợp của JVC, hệ số nợ đã được cải thiện nhưng vẫn ở mức cao. Ngắn và trung hạn, việc sử dụng nợ làm tăng hiệu quả sử dụng vốn chủ khi DT và LN vẫn tăng trưởng khá tốt. Tuy nhiên trong dài hạn, hệ số nợ cần giảm xuống để tăng tính tự chủ và giảm thiểu rủi ro về lãi suất. Trong bối cảnh lãi suất tiếp tục suy giảm như hiện tại, JVC sẽ được hưởng lợi từ việc việc sử dụng hệ số nợ cao. Trong cơ cấu nợ, các khoản phải thu chiếm tỷ trọng khá lớn kéo theo vòng quay phải thu có xu hướng tăng cao lên đến hơn 1 năm. Mặc dù phải thu cao là tính chất riêng biệt của ngành nhưng rủi ro này trong dài hạn cần đặc biệt chú ý nếu không được cải thiện. Biên lợi nhuận gộp của JVC rất tốt, và có khả năng sẽ tăng mạnh nhờ sự giảm giá của đồng Yên trong 2013.

Bảng chỉ tiêu cơ bản CTCP Thiết bị y tế Việt Nhật - JVC

Chỉ tiêu cơ bản	2008	2009	2010	2011	2012
Cơ cấu vốn					
<i>Vốn vay / VCSH</i>	4.5	1	0.3	0.3	0.6
<i>Tổng tài sản / VCSH</i>	48.9	8.7	1.6	2	1.9
Cơ cấu tài sản					
<i>TS ngắn hạn / TTS</i>	0.47	0.5	0.56	0.73	0.77
<i>TS dài hạn / TTS</i>	0.53	0.5	0.44	0.27	0.23
Khả năng thanh toán					
<i>Hệ số TT nhanh</i>	0.4	0.3	1.1	1.3	1.2
<i>Hệ số TT ngắn hạn</i>	0.5	0.6	1.7	1.6	1.7
Năng lực HĐ (ngày)					
<i>Số ngày phải thu</i>	69	210	154	262	357
<i>Số ngày tồn kho</i>	26	271	121	89	209
<i>Số ngày phải trả</i>	300	857	59	107	65
Khả năng sinh lời (%)					
<i>Lợi nhuận gộp biên</i>	33.5%	45.9%	32.9%	38.8%	39.4%
<i>ROS</i>	0.4%	18.2%	18.2%	22.3%	22.3%
<i>ROE</i>	7.6%	71.8%	26.5%	35.9%	24.4%
<i>ROA</i>	0.2%	8.3%	16.4%	17.8%	12.8%

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Đồ thị tuần



1. Diễn biến giá:

JVC vẫn đang trong chu kỳ tăng giá kể từ khi niêm yết. Hiện đang giao dịch trên đường trend-line hỗ trợ trung hạn và xung quanh đường hỗ trợ 50 tuần, MA50. Trong 2 tháng đầu năm, JVC có diễn biến giá khá tích cực khi tăng khá mạnh, thường xuyên đóng cửa ở mức cao nhất trong tuần. Sau đó JVC giao dịch chậm lại với thanh khoản giảm dần. Trong ngắn hạn, theo ngày, xu hướng của JVC chưa thực sự mạnh khi đang giao dịch ở cận dưới của Bollinger Band cũng như xung lực tăng đang giảm. Khu vực 17.x là ngưỡng hỗ trợ khá mạnh cho xu hướng tăng trung hạn của JVC.

2. Thanh khoản:

Diễn biến thanh khoản: Thanh khoản của JVC ở mức khá tốt. Trong giai đoạn năng động đầu năm, thanh khoản tuần bình quân đạt khoảng 2.5 triệu cổ. Bình quân từ đầu năm đến nay, thanh khoản đạt cỡ 1.2 triệu / tuần, với mức độ biến động ngắn hạn khá cao, đủ sức hấp dẫn cho các dòng tiền ngắn và dài hạn.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

ĐỊNH GIÁ

Quan điểm đầu tư:

Với tiềm năng tăng trưởng dài hạn, sự hỗ trợ của đối tác chiến lược là quỹ DI Asian Industrial Fund - chuyên đầu tư vào các công ty tiềm năng ở Việt Nam.

JVC là một cổ phiếu đáng xem xét tại thời điểm hiện tại. Giá trị hợp lý tương đối được xác định là 28,000

- ✓ **Vùng giá mua: 18.x - 20.x**
- ✓ **Vùng cắt lỗ: 16,000**

Phương pháp so sánh P/E

EPS 2013 dự kiến của JVC sẽ cải thiện khá mạnh do giá vốn hàng bán được kỳ vọng giảm mạnh do sự giảm giá của đồng Yên, cải thiện đáng kể biên lợi nhuận gộp, trung bình ở mức 38% trong 5 năm gần đây.

- Doanh thu bình quân tăng trưởng trong 4 năm gần đây đạt 60%. Giả định một cách khá thận trọng năm 2013 tăng trưởng DT là 25%, đạt mốc 950 tỷ.
- Giá vốn hàng bán khá ổn định ở mức 62%, tương đương COGS 2013 là 590 tỷ.
- Ở mức độ khá thận trọng, tác động tích cực của việc giảm giá Yên Nhật trong năm 2013 khoảng 10% (hiện đang là 13%) đối với 70%

✓ **Vùng giá mục tiêu: 28,000**

Rủi ro trong dài hạn cần chú ý là các khoản phải thu có kỳ hạn và tỷ trọng đang tăng lên. Mặc dù đây là đặc điểm riêng biệt của ngành nhưng vẫn là một rủi ro trong dài hạn nếu không có biện pháp giảm thiểu một cách hiệu quả.

trang thiết bị nhập khẩu trực tiếp thiết bị y tế từ thị trường Nhật Bản dự kiến là 42 tỷ (giảm giá vốn).

- Giả định các chi phí và thu nhập khác không biến động nhiều (trung bình các năm qua ít biến động mạnh và chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ).
- Một cách thận trọng, LNST năm 2013 sẽ đạt tối thiểu 250 tỷ.
- Phát hành thêm cổ phiếu vào tháng 2/2013 làm tăng số lượng cổ phiếu lên 28%, tương đương: $35 \text{ triệu} \times 1.28 = 44.8 \text{ triệu}$ cổ phiếu.

✓ **EPS 2013 pha loãng: 5,600 đồng, tăng 20% so với 2012.**

- P/E của ngành được phẩm và y tế hiện đang ở mức 8.4 so với 11.5 của VNINDEX. Trên quan điểm thận trọng, P/E 2013 tương đối hợp lý được xác định là 5.

✓ **Giá trị hợp lý theo phương pháp P/E được xác định là: $5,600 \times 5 = 28,000 \text{ VNĐ / cổ phiếu}$.**

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NHĐT&PT VIỆT NAM

BSC Trụ sở chính
Tầng 1,10,11 BIDV Tower, 35 Hàng Vôi, Hà Nội
Tel: 84 4 39352722
Fax: 84 4 22200669
Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh
Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 3 8128508
Fax: 84 8 3 8128510

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH CƠ BẢN

Trần Thăng Long	Nguyễn Thanh Hoa
Nguyễn Tuấn Anh	Phạm Thị Thu Hằng
Trần Anh Tuấn	Trần Thị Bích Nhung

Khuyến cáo sử dụng:

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

Xung đột lợi ích: BSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh, có thể giao dịch cho chính công ty theo những khuyến nghị đầu tư trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

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

Công ty Chứng khoán BIDV (BSC)

Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều là trái luật.

