

Khuyến nghị

| | |
|----------------------------|---------------|
| Giá mục tiêu (1 năm) (VND) | 27,600 |
| Giá hiện tại (VND) | 17,500 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 58% |

Khuyến nghị: Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư **MUA** vào cổ phiếu JVC với giá mục 27,600 đồng, tầm nhìn đầu tư 1 năm với lợi nhuận kỳ vọng 58%.

Điểm nổi bật:

ĐỒ THỊ GIÁ



THÔNG TIN GIAO DỊCH

| | |
|------------------------|-------------|
| Giá hiện tại (VND): | 17,500 |
| EPS (VND): | 1,072 |
| P/E: | 15.49 |
| Giá trị sổ sách (VND): | 15,299 |
| Hệ số Beta: | 0.29 |
| KLGD trung bình: | 798,179 |
| KLCP niêm yết: | 62,500,095 |
| KLCP đang lưu hành: | 112,500,095 |
| Vốn hóa (tỷ VND): | 1,968.75 |

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

| | |
|----------------------------------|--------|
| Ông Lê Văn Hướng | 21.34% |
| DI ASIAN INDUSTRIAL FUND, L.P | 31.06% |
| Vietnam Equity Holding | 6.91% |

THÔNG TIN LIÊN LẠC

Biệt thự số 18, BT5, Khu đô thị Pháp Vân – Tứ Hiệp, Phường Hoàng Liệt, Quận Hoàng Mai, Tp.Hà Nội
Tel: (84-4) 3 683 0516
Website: <http://ytevietnhat.com.vn/>

- ❖ JVC là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực nhập khẩu, phân phối thiết bị y tế và cung cấp dịch vụ y tế. Khoảng 80%-90% doanh thu và 65%-90% lợi nhuận của JVC được đóng góp bởi hoạt động nhập khẩu và phân phối thiết bị. Các lĩnh vực khác bao gồm đầu liên kết với các bệnh viện và cung cấp dịch vụ khám bệnh lưu động. Mặc dù y tế là ngành có tính phòng thủ cao, tuy nhiên với đặc trưng sản phẩm là hàng hóa có giá trị cao, JVC được kỳ vọng sẽ **tăng trưởng mạnh theo sự phục hồi của nền kinh tế**, đặc biệt là chi tiêu của Chính phủ và các tổ chức khác trong lĩnh vực y tế.
- ❖ JVC là doanh nghiệp có vị thế hàng đầu trong ngành thiết bị y tế vì: (1) Là đại diện **độc quyền**, đại lý phân phối chính thức của nhiều tập đoàn thiết bị y tế hàng đầu thế giới tại Việt Nam; (2) Có mối **quan hệ, liên kết, liên doanh** với nhiều bệnh viện, cơ sở y tế, doanh nghiệp trong nước; (3) Quy mô lớn, chuỗi giá trị khép kín, từ nhập khẩu đến phân phối và cung cấp dịch vụ.
- ❖ Sau khi niêm yết trên thị trường chứng khoán năm 2011, JVC đã **thực hiện liên tiếp các đợt phát hành** để tăng vốn lên gần 5 lần. Mục đích tăng vốn của JVC chủ yếu là nhằm đầu tư vào hoạt động liên doanh, liên kết với các bệnh viện và dịch vụ khám bệnh lưu động. Việc thực hiện thành công các đợt tăng vốn này, phần lớn cho các cổ đông tổ chức và cổ đông hiện hữu cho thấy kỳ vọng của các nhà đầu tư vào công ty.
- ❖ Hoạt động sản xuất kinh doanh của JVC là **tương đối ổn định**. Năm 2013 là thời điểm mà doanh thu và lợi nhuận của JVC sụt giảm nghiêm trọng khi các hợp đồng cung cấp thiết bị y tế bị hủy do chính sách cắt giảm chi tiêu của Chính phủ. Tuy nhiên, 6 tháng đầu năm 2014 cho thấy sự phục hồi của JVC khi đạt mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 30.9% và 109.5% so với cùng kỳ năm 2013. Mặc dù phần lớn doanh thu và lợi nhuận của JVC chủ yếu tập trung vào 2 quý cuối năm, với con số 315.6 tỷ đồng doanh thu và 33.1 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trong 6 tháng đầu năm, chúng tôi cho rằng kế hoạch 905 tỷ đồng doanh thu và 180 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế là khó đạt được. Tuy nhiên, triển vọng trong thời gian tới là tương đối tích cực.

- ❖ **Rủi ro** đối với JVC đến từ việc **thực hiện các hợp đồng** của các đối tác. Năm 2013 là thời điểm mà JVC phải gánh chịu rủi ro này khi nhiều hợp đồng đã bị hủy, khiến cho hàng tồn kho của doanh nghiệp tăng một cách đáng kể. Đây chính là vấn đề lớn nhất mà JVC cần phải giải quyết.

Tóm tắt các chỉ tiêu tài chính

| Chỉ tiêu cơ bản | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014F | 2015F |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| DTT (tỷ đồng) | 182.90 | 421.80 | 605.40 | 761.70 | 594.10 | 777.65 | 932.81 |
| +/- yoy (%) | - | 130.62% | 43.53% | 25.82% | -22.00% | 30.90% | 19.95% |
| LNST (tỷ đồng) | 33.30 | 76.60 | 134.80 | 170.10 | 41.70 | 81.56 | 246.74 |
| +/- yoy | - | 130.03% | 75.98% | 26.19% | -75.49% | 95.59% | 202.53% |
| TTS (tỷ đồng) | 403.30 | 465.90 | 758.90 | 1,332.10 | 1,630.20 | 2,472.65 | 2,652.04 |
| +/- yoy | - | 15.52% | 62.89% | 75.53% | 22.38% | 51.68% | 7.26% |
| VCSH (tỷ đồng) | 46.40 | 289.40 | 375.80 | 697.40 | 951.50 | 1,793.95 | 1,973.34 |
| +/- yoy | - | 523.71% | 29.85% | 85.58% | 36.44% | 88.54% | 10.00% |
| Nợ/TTS | 0.88 | 0.38 | 0.50 | 0.48 | 0.42 | 0.27 | 0.26 |
| TS LN gộp | 45.93% | 32.84% | 38.82% | 39.39% | 29.34% | 28.49% | 37.26% |
| TS LN ròng | 22.09% | 24.23% | 29.70% | 29.79% | 10.32% | 10.49% | 23.22% |
| ROA | 8.26% | 16.44% | 17.76% | 12.77% | 2.56% | 3.30% | 9.30% |
| ROE | 71.77% | 26.47% | 35.87% | 24.39% | 4.38% | 4.55% | 12.50% |

Kết quả kinh doanh theo quý

| Tỷ VND | Q4/12 | Q1/13 | Q2/13 | Q3/13 | Q4/13 | Q1/14 | Q2/14 |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần | 426.5 | 83 | 158.1 | 106.8 | 246.2 | 125.5 | 190.1 |
| Lợi nhuận gộp | 165.9 | 28.3 | 40.5 | 36.1 | 69.3 | 32.2 | 57.7 |
| Lợi nhuận từ HĐKD | 139.1 | 9.4 | 13.5 | 13.5 | 47.5 | 13.5 | 31.7 |
| Lợi nhuận trước thuế | 140.9 | 9.4 | 8.6 | 13.9 | 29.5 | 14.2 | 30.5 |
| Lợi nhuận sau thuế | 105.7 | 7.1 | 6.4 | 10.4 | 17.8 | 11.1 | 22 |

Bảng cân đối kế toán theo quý

| Tỷ VND | Q4/12 | Q1/13 | Q2/13 | Q3/13 | Q4/13 | Q1/14 | Q2/14 |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tài sản ngắn hạn | 1,027 | 971 | 1,103 | 1,030 | 1,158 | 1,268 | 1,287 |
| Tài sản dài hạn | 308 | 336 | 427 | 469 | 472 | 469 | 457 |
| Tổng tài sản | 1,335 | 1,308 | 1,530 | 1,499 | 1,630 | 1,736 | 1,744 |
| Nợ phải trả | 635 | 603 | 606 | 565 | 679 | 774 | 788 |
| Vốn chủ sở hữu | 699 | 705 | 923 | 934 | 952 | 963 | 956 |
| Tổng nguồn vốn | 1,335 | 1,308 | 1,530 | 1,499 | 1,630 | 1,736 | 1,744 |

TỔNG QUAN

MỤC LỤC

| | |
|-----------------------------------|-----|
| Tổng quan | P03 |
| Phân tích ngành và vị thế công ty | P04 |
| Hoạt động SXKD | P05 |
| Phân tích tài chính | P07 |
| Triển vọng doanh nghiệp | P08 |
| Định giá | P10 |

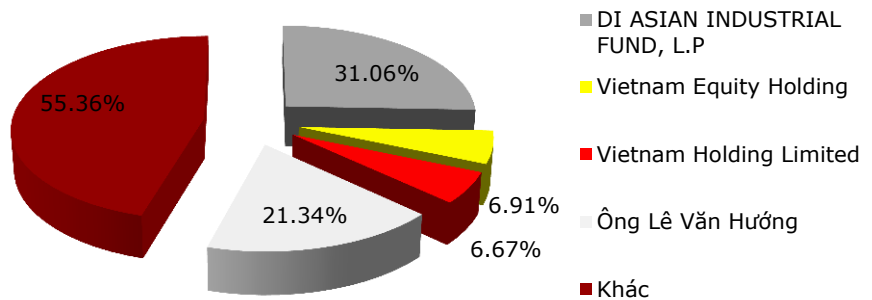
Lịch sử thành lập

Tiền thân là CT TNHH Thiết bị Y tế Việt Nhật được thành lập năm 2001 với VDL ban đầu là 6 tỷ đồng.

Ngày 27/09/2010, CT chính thức chuyển đổi thành CTCP Thiết bị Y tế Việt Nhật, tăng VDL lên 242 tỷ đồng.

Cơ cấu cổ đông

Trong khi ông Lê Văn Hưởng là cổ đông cá nhân lớn nhất của JVC với tỉ lệ sở hữu 21.34%, DI ASIAN INDUSTRIAL FUND là cổ đông tổ chức lớn nhất với tỉ lệ 31.06%.



Ban lãnh đạo

Chủ tịch HĐQT và Tổng Giám đốc của JVC là ông Lê Văn Hưởng. Ông Hưởng sinh năm 1976 và đã giữ chức vụ này từ năm 2010.

| Hội đồng Quản trị | Họ tên | Chức vụ khác |
|-------------------|----------------------|----------------|
| Chủ tịch HĐQT | Lê Văn Hưởng | Tổng Giám đốc |
| Thành viên HĐQT | Nguyễn Phương Hạnh | Phó TGĐ |
| Thành viên HĐQT | Phạm Văn Thanh | Phó TGĐ |
| Thành viên HĐQT | Nguyễn Thị Quỳnh Anh | Phó TGĐ |
| Thành viên HĐQT | Hồ Bích Ngọc | Kế toán trưởng |

Phần lớn các thành viên HĐQT của JVC nằm trong ban Giám đốc. Điều này một mặt tạo động lực cho ban Giám đốc, mặt khác cũng làm giảm tính minh bạch của JVC.

PHÂN TÍCH NGÀNH VÀ VỊ THẾ CỦA CÔNG TY

Sản phẩm chủ yếu của JVC là các loại máy thăm khám hiện đại như máy chụp cộng hưởng từ, máy chụp cắt lớp, chụp X-Quang, máy siêu âm... Đây là phân khúc sản phẩm với các đặc trưng riêng:

- ❖ Có hàm lượng khoa học kỹ thuật cao, vì vậy, các sản phẩm này chủ yếu được nhập khẩu từ các nước phát triển. Các nhà sản xuất lớn có thể kể tới Nhật Bản, Mỹ, EU và các quốc gia có trình độ công nghệ cao khác.
- ❖ Là các sản phẩm có tính thương hiệu cao. Thiết bị y tế là loại sản phẩm phục vụ cho mục đích chăm sóc sức khỏe, người tiêu dùng luôn ưu tiên sử dụng sản phẩm từ các nhà sản xuất có thương hiệu nổi tiếng. Khách hàng cũng có xu hướng trung thành với thương hiệu vì thời gian và chi phí đào tạo để sử dụng thiết bị là khá lớn.
- ❖ Có giá trị rất cao và chủ yếu được mua, bán thông qua hợp đồng.

Poster's five forces

- ❖ *Cạnh tranh nội bộ ngành:* Sản phẩm thiết bị y tế thường có giá trị cao, do đó cuộc chơi chỉ diễn ra trong một nhóm doanh nghiệp nhỏ, có đủ năng lực về quy mô. Thực tế trên thị trường Việt Nam, các công ty nhập khẩu và phân phối các sản phẩm như JVC phần lớn đều có quy mô nhỏ. Tuy nhiên, các công ty nước ngoài cũng đang cạnh tranh mạnh mẽ với JVC như Siemens, GE và các công ty đến từ Trung Quốc và Hàn Quốc.
- ❖ *Sản phẩm thay thế:* Các sản phẩm thay thế cho hàng hóa của JVC là thiết bị từ các quốc gia phát triển khác như Mỹ và EU. Tuy nhiên, việc sử dụng các dòng sản phẩm mới kèm theo chi phí đào tạo nhân lực. Do đó, sức ép từ các sản phẩm tương đương ở mức trung bình.
- ❖ *Đối thủ cạnh tranh tiềm ẩn:* Quy mô là yếu tố cực kì quan trọng hạn chế sự gia nhập ngành của các đối thủ mới. Thêm vào đó, đội ngũ nguồn nhân lực chất lượng cao cũng là yếu tố đòi hỏi sự đầu tư trong dài hạn. Vì vậy, đối thủ tiềm ẩn lớn nhất của JVC đến từ chính các nhà sản xuất nước ngoài với trình độ và quy mô lớn. Tuy nhiên, do thị trường Việt Nam vẫn còn đang khá nhỏ với các sản phẩm có giá trị cao, sức ép từ đối thủ tiềm ẩn chỉ ở mức trung bình.
- ❖ *Sức ép từ nhà cung cấp:* JVC là đối tác độc quyền và là nhà phân phối chính thức của tập đoàn Hitachi Nhật Bản. Vì vậy, sức ép từ nhà cung cấp là không đáng kể.
- ❖ *Sức ép từ khách hàng:* Thiết bị y tế là sản phẩm có giá trị và tính thương hiệu cao với sự hạn chế về số lượng các nhà sản xuất. Trong khi đó, JVC là doanh nghiệp độc quyền đối với dòng sản phẩm có nguồn gốc Nhật Bản. Tuy nhiên, cũng cần chú ý rằng khách hàng của công ty là các bệnh viện công. Vì vậy, sức ép từ khách hàng ở mức trung bình.

Vị thế của JVC trong ngành

JVC hiện đang là nhà phân phối lớn nhất trong cả nước, chiếm khoảng 40% trong lĩnh vực chuẩn đoán hình ảnh (Siemens chiếm 35%), lĩnh vực vật tư tiêu hao, đầu tư liên kết thiết bị và là Công ty đầu tiên triển khai mô hình khám sức khỏe lưu động ở VN. Vị thế của JVC có được là nhờ nhiều yếu tố, trong đó có thể kể đến:

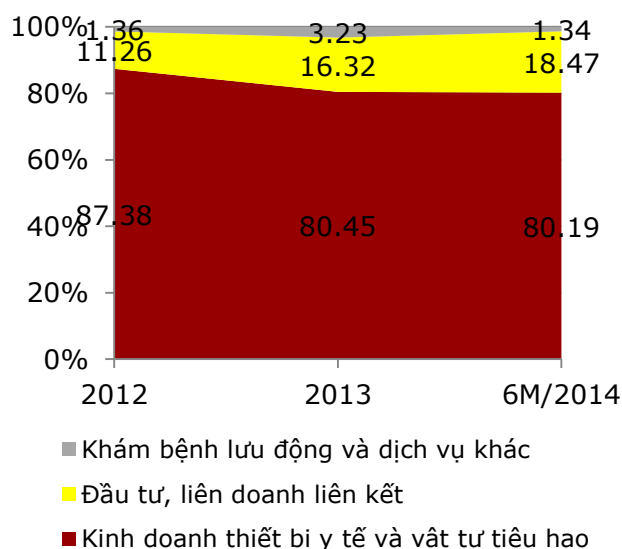
- ❖ JVC là doanh nghiệp có vị thế độc quyền đối với dòng sản phẩm có nguồn gốc Nhật Bản. Là quốc gia có trình độ khoa học công nghệ

hàng đầu thế giới, Nhật Bản nhận được sự tin tưởng cao của khách hàng Việt Nam đối với các hàng hóa hiện đại. Các thương hiệu thiết bị y tế như Hitachi, Fuji, Konica... đã được biết đến và ưa chuộng trong thị trường nội địa.

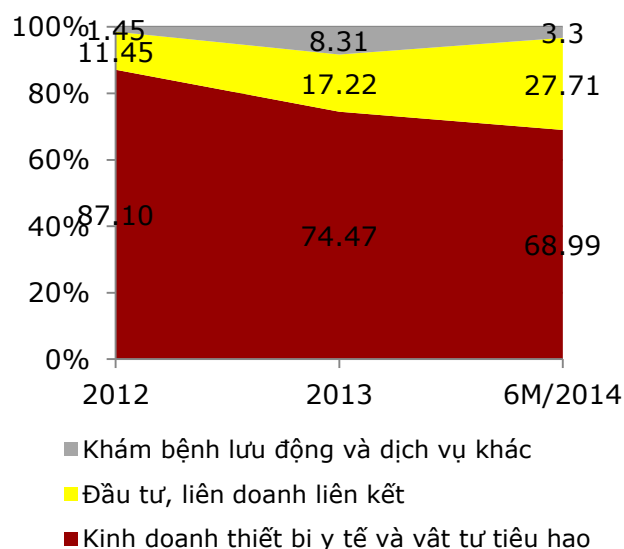
- ❖ JVC là doanh nghiệp có mối quan hệ và liên kết với nhiều bệnh viện, trung tâm y tế lớn trên cả nước. Đây là một yếu tố cực kì quan trọng đối với đặc trưng ngành bởi các sản phẩm của JVC đều có giá trị rất cao, hoạt động phân phối chủ yếu thực hiện qua các hợp đồng với các cơ quan trên. Ngoài ra, việc duy trì mối quan hệ với các bệnh viện và trung tâm y tế cũng tạo điều kiện cho công ty triển khai hoạt động đầu tư liên kết, cho thuê máy móc, thiết bị.
- ❖ JVC là doanh nghiệp có quy mô lớn với chuỗi giá trị khép kín. Chi tiết về quy mô và chuỗi giá trị của công ty sẽ được trình bày cụ thể ở phần 3 của báo cáo này.

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

Hoạt động sản xuất kinh doanh của JVC bao gồm 3 mảng chính là kinh doanh thiết bị y tế và vật tư tiêu hao, đầu tư, liên doanh liên kết với các bệnh viện nhằm cung cấp dịch vụ thăm khám và cung cấp dịch vụ khám bệnh lưu động. Hiện tại, hoạt động kinh doanh thiết bị y tế và vật tư tiêu hao vẫn là hoạt động đóng góp phần lớn doanh thu và lợi nhuận cho doanh nghiệp.

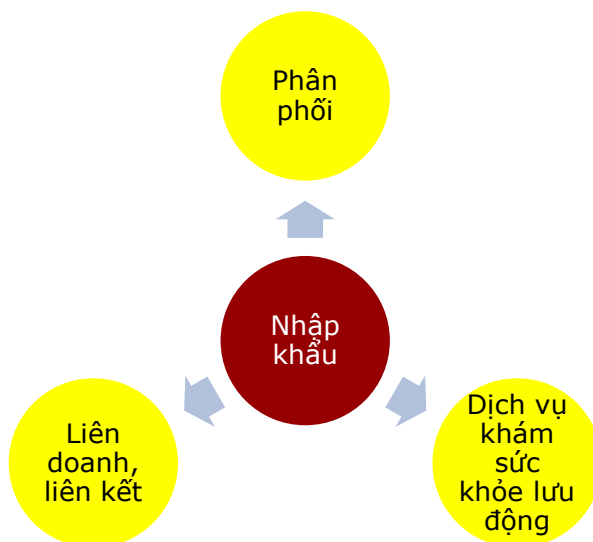


Cơ cấu doanh thu



Cơ cấu lợi nhuận gộp

Chuỗi giá trị của JVC



Nhập khẩu

Sản phẩm của JVC chủ yếu được nhập khẩu từ các quốc gia phát triển, có trình độ cao như Nhật Bản, Hàn Quốc, Mỹ và Singapore. Trong đó, các sản phẩm từ Nhật Bản chiếm hơn 90% tổng giá trị hàng hóa nhập khẩu.

| STT | Nước nhập khẩu | Giá trị (triệu đồng) | Tỷ trọng |
|-----|----------------|----------------------|----------|
| 1 | Nhật Bản | 344,146 | 93.54% |
| 2 | Mỹ | 16,192 | 4.40% |
| 3 | Hàn Quốc | 1,507 | 0.41% |
| 4 | Ấn Độ | 102 | 0.03% |
| 5 | Đài Loan | 60 | 0.17% |
| 6 | Hà Lan | 5,333 | 1.45% |
| | Tổng cộng | 367,928 | 100% |

Nhập khẩu giai đoạn 30/06/2013-30/06/2014

Các loại hàng hóa nhập khẩu của JVC bao gồm 2 nhóm chính là thiết bị y tế và vật tư tiêu hao y tế. Trong đó, JVC là công ty giữ vị trí độc quyền và là nhà phân phối chính thức của các nhà sản xuất.

Thiết bị y tế: máy cộng hưởng từ (MRI), máy chụp cắt lớp vi tính (CT-scanner system), máy X-quang (X-ray system), máy siêu âm (Ultrasound-scanner system) hệ thống chụp X-quang số, máy chạy thận nhân tạo, máy xét nghiệm huyết học, máy mổ tạt khúc xạ, máy mổ đục thủy tinh thể...được cung cấp chủ yếu bởi các công ty hàng đầu Nhật Bản như Hitachi, Fuji...

Nhìn chung, thiết bị nhập khẩu của JVC là những thiết bị công nghệ hiện đại hàng đầu thế giới. Sản phẩm có thương hiệu cao và được sử dụng phổ biến ở Việt Nam. Việc sử dụng các loại thiết bị y tế đòi hỏi trình độ tay nghề cao và chi phí đào tạo nhân lực. Vì vậy, các dòng sản phẩm quen thuộc của JVC dễ dàng được chấp nhận trên thị trường hơn các sản phẩm mới.

Vật tư tiêu hao y tế: Các loại vật tư tiêu hao là sản phẩm đi kèm với thiết bị y tế để phục vụ cho quá trình vận hành và bảo trì các thiết bị này. Các sản phẩm này bao gồm các loại phim, thuốc rửa phim, quả lọc thận...được cung cấp bởi chính các nhà cung cấp thiết bị. Vì vậy, đây cũng là mặt hàng độc quyền của JVC.

Phân phối

Đặc trưng của hoạt động phân phối đối với mặt hàng thiết bị y tế là hình thức bán hàng qua hợp đồng. Vì vậy, điểm mấu chốt cho hoạt động phân

phối của JVC bao gồm: (1) Giá cả và chất lượng hàng hóa; (2) Điều kiện tham gia đấu thầu; (3) Mối liên hệ với các bệnh viện, cơ quan y tế.

- ❖ Là đại lý chính thức và là nhà phân phối độc quyền của các công ty nước ngoài, JVC có lợi thế hàng hóa với giá rẻ và tiêu chuẩn chất lượng cao.
- ❖ JVC là công ty có quy mô lớn và kinh nghiệm lâu năm trong ngành, từng nhiều lần trúng thầu các gói cung cấp vật tư, thiết bị y tế của JVC. Vì vậy, kinh nghiệm trong việc tham gia đấu thầu của công ty là rất đáng kể.
- ❖ JVC là đối tác lâu năm của nhiều bệnh viện, cơ sở y tế lớn trên cả nước. Đây là một lợi thế rất khó có được của JVC.

Có thể thấy, hoạt động phân phối của JVC được hỗ trợ bởi rất nhiều yếu tố. Trong 8 tháng đầu năm 2014, Công ty đã tiêu thụ được 03 hệ thống máy cộng hưởng từ tương đương 48,99 tỷ đồng, hệ thống máy chụp cắt lớp tương đương 31,04 tỷ đồng, hệ thống máy siêu âm tương đương 20,74 tỷ đồng, 15 hệ thống máy X-quang tương đương 14,52 tỷ đồng, 43 hệ thống thu nhận và xử lý hình ảnh X-quang kỹ thuật số tương đương 40,78 tỷ đồng, và 66 các loại thiết bị khác tương đương 22,73 tỷ đồng.

Liên doanh liên kết

Hoạt động đầu tư liên doanh, liên kết với các bệnh viện và cơ sở y tế của JVC xuất phát từ điều kiện thực tế ngành y tế Việt Nam. Mặc dù nhu cầu về thăm khám là rất lớn, chi y tế của Chính phủ chưa đủ để mua sắm đủ máy móc, thiết bị. Vì vậy, JVC cung cấp dịch vụ cho thuê máy móc, thiết bị, liên kết với các bệnh viện để đặt máy vào trong khuôn viên các bệnh viện.

Sự thiếu hụt về thiết bị y tế của các bệnh viện công còn rất lớn, vì vậy mảng kinh doanh này sẽ tiếp tục tạo ra dòng tiền đều đặn cho doanh nghiệp. Như đã nói ở trên, JVC là đối tác của nhiều bệnh viện lớn, điều sẽ hỗ trợ tích cực cho hoạt động này. JVC đã liên kết với hơn 100 bệnh viện trong và ngoài nước để cung cấp các dịch vụ này.

Dịch vụ khám sức khỏe lưu động

Dịch vụ khám sức khỏe lưu động cũng xuất phát từ thực tế hoạt động của các doanh nghiệp FDI ở Việt Nam. Khi các doanh nghiệp phải thực hiện việc khám sức khỏe định kỳ bắt buộc cho các công nhân trong các khu công nghiệp, dịch vụ khám lưu động sẽ giúp các doanh nghiệp tiết kiệm thời gian và chi phí. JVC cũng là công ty đầu tiên ở Việt Nam cung cấp dịch vụ này.

Nhận thấy tiềm năng của mảng kinh doanh này khi ngày càng nhiều doanh nghiệp FDI, đặc biệt là các doanh nghiệp Nhật Bản-khách hàng quen thuộc của JVC xây dựng các nhà máy ở Việt Nam, công ty đã nâng tổng số xe khám chuyên dụng lên 30 chiếc từ đầu năm 2014 và đang có kế hoạch đầu tư mạnh và mảng hoạt động này.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh các năm

| Đơn vị: Tỷ đồng | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Doanh thu thuần | 182.9 | 421.8 | 605.4 | 761.7 | 594.1 |
| Tăng trưởng DTT | - | 130.62% | 43.53% | 25.82% | -22.00% |
| Lợi nhuận gộp | 84 | 138.5 | 235 | 300 | 174.3 |
| Tăng trưởng LNG | - | 64.88% | 69.68% | 27.66% | -41.90% |
| Lợi nhuận từ HĐKD | 37.8 | 101.1 | 173.8 | 225.2 | 83.9 |
| Tăng trưởng LN từ HĐKD | - | 167.46% | 71.91% | 29.57% | -62.74% |
| Lợi nhuận ròng | 33.3 | 76.6 | 134.8 | 170.1 | 41.7 |
| Tăng trưởng LN ròng | - | 130.03% | 75.98% | 26.19% | -75.49% |

Có thể thấy năm 2013 là thời điểm khó khăn nhất đối với JVC sau thời kỳ tăng trưởng liên tục từ năm 2009-2012. Sự sụt giảm mạnh về doanh thu và lợi nhuận của công ty phản ánh rủi ro đặc thù trong hoạt động sản xuất kinh doanh của JVC. Hoạt động phân phối của JVC chủ yếu dựa trên các hợp đồng với các bệnh viện, cơ sở y tế công. Do đó, trong năm 2013, khi Chính phủ thắt chặt chi tiêu, nhiều hợp đồng của JVC bị trì hoãn hoặc hủy bỏ sau khi hàng hóa được nhập về khiến hàng tồn kho tăng cao, doanh thu và lợi nhuận giảm mạnh.

Kết quả hoạt động kinh doanh 6 tháng đầu năm 2014

| Đơn vị: Tỷ đồng | 6T/2013 | 6T/2014 | Thay đổi |
|-------------------|---------|---------|----------|
| Doanh thu thuần | 241.1 | 315.6 | 30.90% |
| Lợi nhuận gộp | 68.8 | 89.9 | 30.67% |
| Lợi nhuận từ HĐKD | 22.9 | 45.2 | 97.38% |
| Lợi nhuận ròng | 15.8 | 33.1 | 109.49% |

6 tháng đầu năm 2014 cho thấy sự cải thiện đáng kể về hoạt động sản xuất kinh doanh của JVC, trong đó, có thể thấy rõ nhất là lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh.

Việc không thực hiện được các hợp đồng cung cấp thiết bị y tế tạo ra gánh nặng về chi phí lãi vay trong năm 2013. 6 tháng đầu năm 2014, việc một số hợp đồng bị trì hoãn bắt đầu được thực hiện và lãi suất được điều chỉnh giảm đã giúp lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh của JVC tăng trưởng đột biến.

Chỉ số tài chính

| Chỉ số tài chính | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <i>Khả năng thanh toán</i> | | | | | |
| Chỉ số thanh toán hiện hành | 0.58 | 1.66 | 1.58 | 1.68 | 1.89 |
| Chỉ số thanh toán nhanh | 0.43 | 1.16 | 1.36 | 1.30 | 1.15 |
| Tiền/nợ ngắn hạn | 0.03 | 0.02 | 0.09 | 0.02 | 0.09 |
| <i>Cấu trúc tài chính</i> | | | | | |
| Vay dài hạn/Tài sản | 0.02 | 0.02 | 0.04 | 0.02 | 0.02 |
| Vốn vay/Tài sản | 0.11 | 0.17 | 0.17 | 0.33 | 0.26 |
| Công nợ/Tài sản | 0.88 | 0.38 | 0.50 | 0.48 | 0.42 |
| <i>Hiệu quả hoạt động</i> | | | | | |
| Thời gian TB thu tiền KH | 209 | 154 | 262 | 357 | 382 |
| Thời gian TB xử lý hàng tồn kho | 101 | 69 | 46 | 111 | 280 |
| Thời gian TB trả cho NCC | 530 | 34 | 73 | 41 | 48 |
| Chu kỳ tiền tệ | -220 | 189 | 235 | 428 | 614 |
| <i>Tỷ suất sinh lời</i> | | | | | |
| Lãi gộp/doanh thu | 45.83% | 32.84% | 38.82% | 39.39% | 29.34% |
| Lãi hoạt động/doanh thu | 20.62% | 23.97% | 28.71% | 29.57% | 14.12% |
| Lãi trước thuế/doanh thu | 22.04% | 24.23% | 29.70% | 29.79% | 10.32% |
| Lãi ròng/doanh thu | 18.17% | 18.16% | 22.27% | 22.33% | 7.02% |
| ROA | 8.26% | 16.44% | 17.76% | 12.77% | 2.56% |
| ROE | 71.77% | 26.47% | 35.87% | 24.39% | 4.38% |

Năm 2013 là thời điểm khó khăn nhất của JVC, điều này cũng được thể hiện rõ qua các chỉ số tài chính của doanh nghiệp.

Nhóm chỉ số **khả năng thanh toán**: Sự tăng lên của chỉ số thanh toán hiện hành và sụt giảm của chỉ số thanh toán nhanh cho thấy sự tăng lên của hàng tồn kho. Điều này dẫn đến rủi ro thanh khoản cho JVC vì hàng hóa của công ty có tính đặc thù cao và thanh khoản rất thấp. Tuy nhiên, đầu năm 2014, một số hợp đồng cung cấp thiết bị y tế bị trì hoãn của công ty đã tiếp tục được thực hiện. Vì vậy, chúng tôi cho rằng, mặc dù sụt giảm đáng kể, khả năng thanh toán của công ty vẫn đang trong tầm kiểm

soát.

Nhóm chỉ số **cấu trúc tài chính**: Cấu trúc tài chính của JVC đang thay đổi theo hướng sử dụng nhiều vốn chủ sở hữu hơn và giảm thiểu nợ vay. Điều này là hệ quả của các đợt phát hành tăng vốn liên tục của JVC trong thời gian vừa qua. Sự an toàn của cấu trúc tài chính tạo điều kiện cho công ty sử dụng nợ vay trong thời gian tới.

Nhóm chỉ số **khả năng hoạt động**: Nhóm chỉ số khả năng hoạt động của JVC đã giảm liên tục trong giai đoạn 2009-2013. Đặc biệt, chu kì tiền tệ của JVC đã liên tục tăng trong giai đoạn này. Các yếu tố gây ra vấn đề này đến từ việc thu tiền, xử lí hàng tồn kho. Điều này có thể giải thích là do đặc thù kinh doanh và chính sách bán hàng của công ty. JVC chủ động tăng thời gian thu tiền để đạt được các hợp đồng cung cấp trang thiết bị y tế và mua trước hàng hóa để nhanh chóng thực hiện hợp đồng. Chính sách này một mặt tạo lợi thế trong việc bán hàng nhưng cũng tạo ra rủi ro hoạt động cho công ty.

Nhóm chỉ số **khả năng sinh lời**: Các chỉ số khả năng sinh lợi của JVC nằm ở mức khá cao trong giai đoạn 2009-2012 trước khi sụt giảm nghiêm trọng trong năm 2013. Rủi ro về thực hiện hợp đồng trong năm 2013 phần lớn đến từ các lí do khách quan, tuy nhiên cũng đặt ra vấn đề cho JVC trong việc quản lí hàng tồn kho. Chúng tôi cho rằng, các chỉ số về lợi nhuận biên sẽ được cải thiện trong năm 2014 và các năm tới.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Triển vọng của JVC trong thời gian tới được đánh giá là rất lạc quan bởi Việt Nam được coi là một thị trường cực kì tiềm năng trong lĩnh vực thiết bị y tế.

Việt Nam hầu như chưa sản xuất được thiết bị y tế và giải pháp chăm sóc sức khỏe công nghệ cao mà đều phải nhập khẩu. Mặc dù Chính phủ Việt Nam mới đây đã bắt đầu có những chính sách hỗ trợ các doanh nghiệp trong nước sản xuất và lắp ráp mặt hàng này (Quyết định 54/2014/QĐ-TTg), con số hơn 90% số thiết bị phải nhập khẩu phản ánh đúng trình độ sản xuất trong nước và sự hạn chế về nguồn cung nội địa.

Trong khi đó, nhu cầu về thiết bị y tế trong nước đang có xu hướng gia tăng nhanh chóng. Việt Nam là một quốc gia có dân số đông và mức sống đang tăng dần cùng sự xuất hiện ngày càng nhiều của tầng lớp trung lưu. Điều này dẫn đến nhu cầu về chăm sóc sức khỏe và y tế. Thêm vào đó, chi tiêu của Chính phủ cho lĩnh vực y tế cũng tăng lên với sự phục hồi của nền kinh tế. Các tổ chức quốc tế như WB, ADB...cũng đưa ra nhiều gói hỗ trợ về y tế cho các quốc gia đang phát triển như Việt Nam. Có thể thấy, nhu cầu về thiết bị y tế công nghệ cao tiếp tục tăng trưởng trong thời gian tới.

Bên cạnh đó, riêng với JVC, đầu tư của các doanh nghiệp nước ngoài, đặc biệt là các doanh nghiệp Nhật Bản cũng tạo ra cơ hội cho công ty trong lĩnh vực cung cấp dịch vụ khám lưu động. Đây là lĩnh vực đã được ban lãnh đạo JVC chú trọng và đầu tư trong thời gian qua.

Với sự tăng trưởng mạnh về nhu cầu và sự thiếu hụt về nguồn cung trong nước, triển vọng về hoạt động nhập khẩu, phân phối và cung cấp dịch vụ là rất tích cực.

Một điểm đáng lưu ý khác của JVC là quá trình tăng vốn của JVC trong thời gian vừa qua.

| Thời gian | Số tiền thu được (tỉ đồng) | Mục đích |
|------------|----------------------------|--|
| 15/02/2012 | 154.6 | Đầu tư mở rộng các hoạt động liên kết với các bệnh viện |
| 06/07/2012 | 32.2 | Trả cổ tức bằng cổ phiếu |
| 03/05/2013 | 148.764 | Tiếp tục thực hiện đầu tư liên kết với bệnh viện K và bệnh viện Việt Đức |
| 10/10/2013 | 56.815 | Trả cổ tức bằng cổ phiếu |
| | 750 | Mua sắm thiết bị khám sức khỏe lưu động; Đầu tư liên kết thiết bị y tế tại các bệnh viện; Đầu tư trung tâm kĩ thuật cao tại các bệnh viện; Tổng thầu vật tư tiêu hao |

Có thể thấy, nguồn vốn huy động của JVC chủ yếu được đầu tư vào hoạt động đầu tư liên doanh, liên kết với các bệnh viện và cung cấp dịch vụ khám lưu động. Có thể thấy, đây là một hướng đầu tư hợp lí của doanh nghiệp. Chúng tôi cho rằng tỉ suất lợi nhuận của JVC sẽ tăng lên trong thời gian tới.

Dự phóng doanh thu JVC trong các năm tới

| Đơn vị: Tỉ đồng | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|--------|--------|----------|----------|----------|
| Phân phối thiết bị y tế và vật tư tiêu hao | 623.62 | 717.16 | 824.73 | 948.44 | 1,090.71 |
| Đầu tư liên doanh, liên kết | 143.63 | 201.08 | 281.51 | 394.11 | 551.75 |
| Khám sức khỏe lưu động | 10.41 | 14.58 | 20.41 | 28.57 | 39.99 |
| Tổng | 777.65 | 932.81 | 1,126.65 | 1,371.12 | 1,682.46 |

Dự phóng lợi nhuận gộp JVC trong các năm tới

| Đơn vị: Tỉ đồng | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|
| Phân phối thiết bị y tế và vật tư tiêu hao | 152.92 | 175.85 | 202.23 | 232.57 | 267.45 |
| Đầu tư liên doanh, liên kết | 61.43 | 86.00 | 120.40 | 168.57 | 235.99 |
| Khám sức khỏe lưu động | 7.32 | 10.25 | 14.34 | 20.08 | 28.11 |
| Tổng | 221.67 | 272.10 | 336.98 | 421.21 | 531.56 |

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Trong năm 2014, JVC đặt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 905 tỉ đồng và 180 tỉ đồng. Chúng tôi cho rằng, mặc dù khó có thể hoàn thành kế hoạch năm, triển vọng trong năm 2015 và 2016 sẽ tích cực hơn so với năm 2014. Tỉ suất lợi nhuận ròng tăng lên theo sự tăng trưởng của hoạt động liên doanh, liên kết và dịch vụ khám sức khỏe lưu động.

| Đơn vị tính:Tỉ đồng | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|----------------------------------|--------|--------|----------|----------|----------|-------------|
| Doanh thu | 777.65 | 932.81 | 1,126.65 | 1,371.12 | 1,682.46 | 2,082.77 |
| Lợi nhuận sau thuế | 81.56 | 246.74 | 298.02 | 362.68 | 445.04 | 550.92 |
| Lãi suất (1-T) | 78.03 | 93.60 | 113.05 | 137.58 | 168.82 | 208.98 |
| Khấu hao | 81.56 | 246.74 | 298.02 | 362.68 | 445.04 | 550.92 |
| Đầu tư vào tài sản cố định | 85.54 | 102.61 | 123.93 | 150.82 | 185.07 | 229.10 |
| Đầu tư vào vốn lưu động | 132.20 | 158.58 | 191.53 | 233.09 | 286.02 | 354.07 |
| Dòng tiền tự do (FCFF) | -29.65 | 113.34 | 136.89 | 166.59 | 204.42 | 253.06 |
| Giá trị doanh nghiệp từ sau 2019 | | | | | | 5,269.75 |
| Giá trị doanh nghiệp | | | | | | 3,717.54 |
| Giá trị nợ | | | | | | 606.40 |
| Số lượng cổ phiếu lưu hành | | | | | | 112,500,171 |

Khuyến nghị: Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư MUA vào cổ phiếu JVC với giá mục **27,600** đồng, tầm nhìn đầu tư 1-2 năm với lợi nhuận kì vọng 58%.

Báo cáo này được thực hiện bởi các chuyên gia phân tích của Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC, bài phân tích chỉ có giá trị tham khảo, APEC không chịu bất cứ trách nhiệm nào đối với việc sử dụng tài liệu này.



Phát hành bởi: Phòng Phân Tích - Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương

Chuyên viên Phân tích: Nguyễn Hữu Hoàng

Hội Sở Chính: Tòa nhà APEC Building, số 14 Lê Đại Hành, Q.Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Tel: (84- 4) 3573 0200

Fax: (84- 4) 35771966

Website: <http://www.apec.com.vn>

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

VŨ THỊ THU TRANG

Trưởng phòng Phân tích

trangvtt@apec.com.vn

Tel: (84- 4) 3573 0200 – 692

NGUYỄN HỮU HOÀNG

Chuyên viên Phân tích

hoangnh@apec.com.vn

Tel: (84- 4) 3573 0200 – 822