

# CTCP Thiết bị Y tế Việt Nhật (HSX:JVC)

MUA

Nguyễn Thị Anh Đào  
Chuyên viên

## Báo cáo lần đầu Hàng tiêu dùng

Giá mục tiêu	21.800
Giá hiện tại	18.300
Cổ tức tiền mặt	500
TL tăng	19,0%
Lợi suất cổ tức	2,3%
Tổng lợi nhuận	21,3%

### Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa USD	91 triệu
GTGD trung bình 30 ngày	0,8 triệu
Sở hữu của KN/Room tối đa	48,3%
Room tối đa cho khối ngoại	49,0%
SL cổ phiếu lưu hành	62,5 triệu
SL cổ phiếu pha loãng hoàn toàn	112,5 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VND	19.500
Mức thấp nhất 12 tháng VND	11.000

### Cơ cấu cổ đông

DI Asian Industrial Fund	28,0%
CT HĐQT	11,9%
Vietnam Equity Holding	5,9%
Khác	54,2%

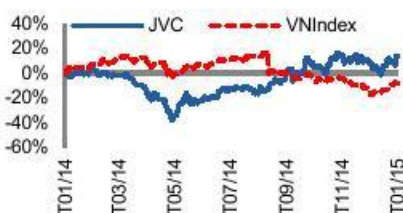
### Thuộc danh mục (bao gồm quỹ ETF)

NA

### Company Description

CTCP Thiết bị Y tế Việt Nhật (JVC) là công ty thương mại hàng đầu trong lĩnh vực các thiết bị chẩn đoán hình ảnh. Được thành lập năm 2001, JVC hiện đang nắm giữ 40% thị phần trong phân khúc thiết bị chẩn đoán hình ảnh. Công ty đang mở rộng sang các phân khúc kinh doanh mới để đạt được doanh thu ổn định hơn và tạo ra nguồn lợi nhuận ổn định hơn.

### Diễn biến tương đối của giá cổ phiếu JVC so với chỉ số VNI



## Nhà cung cấp thiết bị y tế hướng đến đa dạng hóa lĩnh vực kinh doanh

- Chúng tôi một lần nữa đưa ra báo cáo lần đầu dành cho JVC (CTCP Thiết bị Y tế Việt Nhật) với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu 21.800 đồng (TL tăng 19%, đã điều chỉnh theo tỷ lệ phát hành cho cổ đông hiện hữu là 80%).
- 2014 là năm đảo chiều đối với JVC vì các dự án bị trì hoãn đã được giải ngân và chúng tôi cho rằng năm 2015 cũng sẽ là một năm khả quan với EPS pha loãng hoàn toàn tăng trưởng 33% so với 2014. Kết quả này có được là nhờ biên lợi nhuận gộp tăng từ đóng góp của lĩnh vực mới - 3 trung tâm kỹ thuật cao - cũng như 100 phòng khám di động mới trong nửa cuối năm 2015.
- Mục tiêu hướng đến nguồn lợi nhuận ổn định hơn trong tương lai.
- Tại mức giá 18.300 đồng (chốt phiên ngày 16/01/2015), JVC hiện đang giao dịch với mức PER hấp dẫn là 6,7 lần ước tính EPS VCSC đưa ra là 2.723 đồng (tăng 33% so với năm 2014).

**Tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) doanh thu là 15% trong giai đoạn 2015-2019 nhờ đóng góp của phân khúc mới.** Các bệnh viện công lớn ở Việt Nam vẫn đang đối mặt tình trạng quá tải thường xuyên, Vì vậy, JVC đã tận dụng tình trạng này để áp dụng phân khúc kinh doanh mới - trung tâm kỹ thuật cao, trong đó các bệnh viện sẽ cung cấp mặt bằng trong khi JVC lắp đặt các thiết bị và hưởng 70% lợi nhuận. Chúng tôi dự báo lĩnh vực kinh doanh mới này sẽ đóng góp 13% vào doanh thu năm 2015. Ngoài ra, thêm 100 phòng khám di động đi vào hoạt động sẽ đóng góp cho doanh thu trong 6 tháng cuối năm 2015, điều này sẽ thúc đẩy doanh thu dịch vụ chiếm 9% trong doanh số năm 2015 - so với chỉ 3% năm 2014.

**CAGR EPS sẽ đạt 16,6% trong giai đoạn 2015-2019 nhờ việc cải thiện biên lợi nhuận (LN) gộp.** Chúng tôi dự báo biên LN gộp năm 2015 sẽ cải thiện từ mức 32% lên 41,6% nhờ vào sự đóng góp của trung tâm kỹ thuật cao (25% LN gộp năm 2015) và các phòng khám di động trong nửa cuối năm 2015, gia tăng đóng góp vào LN gộp của phân khúc dịch vụ lên 18%, so với mức 7% năm 2014.

**Mức định giá hấp dẫn.** Tại mức giá 18.300 đồng, cổ phiếu JVC đang giao dịch với PER hấp dẫn 6,7 lần trong năm 2015, thấp hơn 44% so với chỉ số VNI. Chúng tôi tin rằng mức PER hợp lý năm 2015 đối với JVC là 8,0 lần. Đáng chú ý, chúng tôi chưa tính đến tỷ lệ tăng tiềm tàng của mô hình SPD (Cung cấp, Xử lý và Phân phối), dự kiến vào cuối năm 2015.

Các chỉ số chính	2012	2013	2014	2015	2016
Doanh thu (tỷ đồng)	762	594	892	1.276	1.511
LN ròng sau thuế (tỷ đồng)	170	42	149	306	408
Biên LN gộp (%)	39,4%	29,3%	31,9%	41,6%	43,2%
Biên LN từ HĐ (%)	35,0%	22,9%	24,9%	34,2%	35,8%
Biên LN ròng sau thuế (%)	22,3%	7,0%	16,8%	24,0%	27,0%
EPS, pha loãng hoàn toàn (đồng)	3.417	734	2.055	2.723	3.631
Tăng trưởng EPS (%)	-33,3%	-78,5%	179,9%	32,5%	33,3%
GT doanh nghiệp (EV) / EBITDA	2,7	11,9	7,6	2,6	2,1
Giá CP/dòng tiền tự do, theo giá TT	NA	-10,8	-343,9	-2,7	3,0
Giá CP / Thu nhập, theo giá TT	5,4	24,9	8,9	6,7	5,0
Giá CP / GT sổ sách, theo giá TT	0,8	2,2	1,8	0,8	0,8
ROA (%)	16,3%	2,8%	8,5%	12,6%	13,1%
ROE (%)	31,7%	5,1%	14,4%	18,8%	17,7%
Nợ/CSH (%)	0,6	0,4	0,4	0,2	0,1

Ghi chú: LN ròng sau thuế = LN ròng sau thuế và CD thiếu số



## Báo cáo Tài chính

Tỷ đồng	2012	2013	2014	2015	2016
<b>KQLN</b>					
Doanh thu thuần	762	594	892	1.276	1.511
- Giá vốn hàng bán	-462	-420	-608	-745	-858
Lợi nhuận gộp	300	174	284	530	653
- Chi phí bán hàng	-6	-4	-9	-15	-18
- Chi phí quản lý DN	-28	-34	-54	-79	-94
LN thuần HĐKD	266	136	222	436	541
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	0	-1	-1	-1	-1
- Lợi nhuận khác	0	-21	15	4	8
EBIT	266	114	236	438	548
- Lãi vay	-39	-52	-44	-45	-38
Lợi nhuận trước thuế	227	61	192	393	511
- Thuế TNDN	-57	-20	-42	-86	-102
LNST	170	42	149	306	408
- Cổ phiếu số	0	0	0	0	0
LN ròng	170	42	149	306	408
EBITDA	325	184	280	601	716
SL CP lưu hàng (triệu)	33,1	53,2	66,1	112,5	112,5
SL CP pha loãng hoàn toàn (triệu)	49,8	56,8	72,7	112,5	112,5
EPS	5.141	783	2.262	2.723	3.631
EPS pha loãng hoàn toàn	3.417	734	2.055	2.723	3.631

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng LN HĐKD %	25,8%	-22,0%	50,2%	43,0%	18,4%
Tăng trưởng NPAT %	28,5%	-49,0%	63,3%	96,5%	24,2%
Tăng trưởng EPS %	26,2%	-73,0%	212,4%	104,9%	30,0%
Tăng trưởng	-33,3%	-78,5%	179,9%	32,5%	33,3%
<b>Khả năng sinh lợi</b>					
Biên LN gộp %	39,4%	29,3%	31,9%	41,6%	43,2%
Biên LN từ HĐ %	35,0%	22,9%	24,9%	34,2%	35,8%
EBITDA %	35,0%	19,2%	26,4%	34,3%	36,3%
EBT %	42,7%	30,9%	31,4%	47,1%	47,4%
Biên LN ròng %	22,3%	7,0%	16,8%	24,0%	27,0%
ROE %	31,7%	5,1%	14,4%	18,8%	17,7%
ROA %	16,3%	2,8%	8,5%	12,6%	13,1%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>					
Số ngày tồn kho	122,2	299,0	250,0	200,0	200,0
Số ngày phải thu	273,7	346,2	200,0	140,0	120,0
Số ngày phải trả	82,0	71,1	50,0	50,0	50,0
TG luân chuyển tiền	400,0	290,0	270,0	270,0	270,0
<b>Thanh khoản</b>					
CS thanh toán hiện hành	1,7	1,9	1,9	2,0	2,8
CS thanh toán nhanh	1,3	1,1	1,2	1,4	2,1
CS thanh toán tiền mặt	0,0	0,1	0,1	0,4	0,8
Nợ/Tài sản	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1
Nợ/Vốn sử dụng	0,4	0,3	0,3	0,2	0,1
Nợ/Vốn CSH	0,6	0,4	0,4	0,2	0,1
Khả năng thanh toán lãi vay	6,8	2,2	5,3	9,7	14,6

Tỷ đồng	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Bảng CĐKT</b>					
Tiền và tương đương	12	57	85	272	546
Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0	0
Các khoản phải thu	721	406	489	489	497
Hàng tồn kho	232	456	416	408	470
TS ngắn hạn	60	240	178	255	302
Tổng TS ngắn hạn	1.025	1.158	1.169	1.425	1.815
TS dài hạn (gộp)	522	801	1.075	2.080	2.130
- Khấu hao lũy kế	-229	-357	-402	-565	-733
TS dài hạn (ròng)	293	444	674	1.515	1.397
Đầu tư TC dài hạn	0	20	20	20	20
TS dài hạn khác	15	8	12	17	21
Tổng TS dài hạn	308	472	706	1.553	1.438
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>1.332</b>	<b>1.630</b>	<b>1.875</b>	<b>2.978</b>	<b>3.252</b>
Phải trả ngắn hạn	86	78	83	102	117
Nợ ngắn hạn	410	395	364	388	260
Phải trả ngắn hạn khác	114	140	159	228	270
Nợ ngắn hạn	610	612	606	718	647
Vay và nợ dài hạn	25	33	92	61	41
Phải trả dài hạn khác	0	33	50	72	85
Tổng nợ dài hạn	25	67	142	133	126
Tổng nợ	635	679	748	851	773
Vốn cổ phần ưu đãi	0	0	0	0	0
Vốn góp bổ sung	72	153	153	403	403
Vốn cổ phần	354	568	625	1.125	1.125
Lợi nhuận giữ lại	272	231	349	599	951
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	697	951	1.126	2.127	2.479
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>1.332</b>	<b>1.630</b>	<b>1.875</b>	<b>2.977</b>	<b>3.252</b>

Tỷ đồng	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Dòng tiền</b>					
Tiền đầu năm	31	12	57	85	272
Lợi nhuận sau thuế	170	42	149	306	408
Khấu hao	57	70	44	163	168
Thay đổi vốn lưu động	-531	45	43	18	-59
Điều chỉnh khác	38	-36	70	16	10
Tiền từ hoạt động KD	-265	121	306	504	528
Chi mua sắm TSCĐ	-161	-180	-274	-1.004	-50
Đầu tư	0	17	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-161	-163	-274	-1.004	-50
Cổ tức đã trả	-48	0	-31	-56	-56
Tăng (giảm) vốn	152	148	0	750	0
Tăng (giảm) nợ ngắn/dài hạn	303	-7	28	-6	-148
Tiền từ hoạt động TC	407	87	-3	687	-204
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-19	45	29	187	274
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>12</b>	<b>57</b>	<b>85</b>	<b>272</b>	<b>546</b>

Nguồn: Báo cáo tài chính JVC, dự báo của VCSC



## Lợi nhuận và lỗ

2015	Quý 1 (15/4 - 15/6)	Quý 2 (15/7 - 15/9)	Quý 3 (15/10 - 15/12)	Quý 4 (16/1 - 16/3)	Hiện tại	Mục tiêu của JVC (15/4 - 16/3)	Dự báo của VCSC (15/4 - 16/3)
Doanh thu	806	183	117	170	1.276	NA	1.276
Thiết bị y tế & tiêu dùng	40,3	120,8	241,7	402,8	806	NA	806
Liên kết	45,7	45,7	45,7	45,7	183	NA	183
Dịch vụ (bao gồm phòng khám ĐD)	14,6	14,6	44,0	44,0	117	NA	117
Trung tâm kỹ thuật cao	42,5	42,5	42,5	42,5	170	NA	170
Biên LN gộp							
Thiết bị y tế & tiêu dùng	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	NA	28,0%
Liên kết	41,0%	41,0%	41,0%	41,0%	41,0%	NA	41,0%
Dịch vụ (bao gồm phòng khám ĐD)	68,6%	68,6%	85,0%	85,0%	80,9%	NA	80,9%
Trung tâm kỹ thuật cao	79,3%	79,3%	79,3%	79,3%	79,3%	NA	79,3%
LN ròng sau thuế	28,5	52,3	88,9	136,6	306	NA	306
Biên LN gộp sau thuế (%)	19,9%	23,4%	23,8%	25,5%	24,0%	NA	24,0%
EPS	253	465	790	1.214	2.723	NA	2.723

2014	Quý 1 (14/1 - 14/3)	Quý 2 (14/4 - 14/6)	Quý 3 (14/7 - 14/9)	Quý 4 (14/10 - 14/12)	Hiện tại	Mục tiêu của JVC (15/4 - 15/3)	Dự báo của VCSC (15/4 - 15/3)
Doanh thu	126	190	302	NA	618	905	892
Thiết bị y tế & tiêu dùng	96,4	156,7	256,2	NA	509	NA	723
Liên kết	28,0	30,3	38,3	NA	97	NA	141
Dịch vụ (bao gồm phòng khám ĐD)	1,1	3,1	7,8	NA	12	NA	29
Trung tâm kỹ thuật cao	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Biên LN gộp							
Thiết bị y tế & tiêu dùng	21,3%	26,6%	28,0%	NA	26,3%	NA	28,6%
Liên kết	39,6%	45,5%	55,6%	NA	47,4%	NA	41,1%
Dịch vụ (bao gồm phòng khám ĐD)	63,6%	74,2%	87,2%	NA	83,3%	NA	69,0%
Trung tâm kỹ thuật cao	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
LN ròng sau thuế	11	22	74	NA	107	140	149
Biên LN ròng sau thuế (%)	8,7%	11,6%	24,5%	NA	17,3%	15,5%	16,8%
EPS	151	303	1.018	NA	1.472	1.925	2.055

## Dự báo cho năm tài chính 2014

	2013	Dự báo 2014 (Quý 2/2014 - Quý 1/2015)	Dự báo 2015 (Quý 2/2015 - Quý 1/2016)	Tăng trưởng hàng năm (so với 2015)	Diễn giải
Doanh thu	594	892	1.276	43%	
<i>Thiết bị y tế &amp; tiêu dùng</i>	475	723	806	11%	
<i>Liên kết</i>	97	141	183	30%	
<i>Dịch vụ (bao gồm phòng khám ĐĐ)</i>	22	29	117	309%	100 phòng khám ĐĐ trong 6 tháng cuối năm 2015
<i>Trung tâm kỹ thuật cao</i>	0	0	170	NA	Lĩnh vực KD mới trng năm 2015
Biên LN gộp	174	284	530	87%	Biên LN gộp tăng trưởng nhờ sự đóng góp của 100 phòng khám ĐĐ
<i>Thiết bị y tế &amp; tiêu dùng</i>	127	207	226	9%	
<i>Liên kết</i>	30	58	75	30%	
<i>Dịch vụ (bao gồm phòng khám ĐĐ)</i>	17	20	95	373%	Mức đóng góp của 100 phòng khám ĐĐ
<i>Trung tâm kỹ thuật cao</i>	0	135	138	3%	
CP bán hàng và marketing	-4	-9	-15	72%	
Chi phí quản lý	-34	-54	-79	48%	
LN thuần HĐKD	136	222	436	96%	
Lợi nhuận khác	-22	14	2	-85%	
EBIT	114	236	438	86%	
Lãi vay	-52	-44	-45	2%	
Lợi nhuận trước thuế	61	192	393	105%	
Lợi nhuận sau thuế	42	149	306	105%	
LNST (sau khi trừ CĐ thiếu số)	42	149	306	105%	
EBITDA	184	280	601	115%	
Biên LN gộp %	29,3%	31,9%	41,6%		
<i>Thiết bị y tế &amp; tiêu dùng</i>	26,7%	28,6%	28,0%		
<i>Liên kết</i>	30,9%	41,0%	41,0%		
<i>Dịch vụ (bao gồm phòng khám ĐĐ)</i>	78,7%	70,0%	80,9%		
<i>Trung tâm kỹ thuật cao</i>	0,0%	0,0%	79,3%		
Sales & marketing % sales	-0,7%	-1,0%	-1,2%		
CP bán hàng và marketing %	-5,7%	-6,0%	-6,2%		
Chi phí quản lý %	22,9%	24,9%	34,2%		
Biên EBIT %	19,2%	26,4%	34,3%		
Biên EBITDA %	30,9%	31,4%	47,1%		
Biên LNST %	7,0%	16,8%	24,0%		
Thuế suất thực tế %	-32,0%	-22,0%	-22,0%		

## Mục lục

Sơ lược về công ty .....	6
Kết quả 9 tháng đầu năm 2014 .....	7
Nhà cung cấp thiết bị y tế dẫn đầu .....	7
Hướng đến việc chiếm thị phần lớn hơn trong lĩnh vực y tế .....	7
Trung tâm kỹ thuật cao tại các bệnh viện quá tải .....	9
Phân khúc tiềm năng: SPD (Cung cấp, Xử lý và Phân phối) .....	10
Triển vọng năm 2015 .....	10
Doanh thu năm 2015 tăng trưởng 43% so với năm trước .....	10
Tăng trưởng biên LN trong năm 2015 .....	13
Định giá .....	14
Rủi ro đầu tư .....	15

## Các bảng chỉ số

Bảng 1: Phân khúc đầu tiên bị ảnh hưởng bởi chính sách của Chính phủ - Các dự án liên kết trong năm 2013 .....	8
Bảng 2: Phân khúc thứ hai bị ảnh hưởng bởi chi tiêu của Chính phủ - Doanh thu thiết bị y tế năm 2013 .....	8
Bảng 3: Trung tâm kỹ thuật cao sẽ giải quyết tình trạng quá tải kéo dài tại các bệnh viện .....	9
Bảng 4: Cơ cấu doanh số theo phân khúc trong giai đoạn 2010-2015 .....	10
Bảng 5: CAGR thị trường thiết bị y tế Việt Nam 15% giai đoạn 2014-2018 .....	11
Bảng 6: Doanh số tăng trưởng 43% trong năm 2015 nhờ vào trung tâm kỹ thuật cao .....	12
Bảng 7: JVC đã ký kết hợp đồng khám sức khỏe định kỳ với 718 công ty .....	12
Bảng 8: LN ròng theo phân khúc và tăng trưởng biên LN ròng nhờ phân khúc kinh doanh mới .....	13
Bảng 9: So sánh với các công ty cùng ngành .....	14
Bảng 10: Tỷ số P/E mục tiêu 8 lần năm 2015 tương ứng với giá mục tiêu 21.800 đồng (tăng 19%) .....	14
Bảng 11: Độ nhạy của giá mục tiêu so với doanh số thiết bị y tế và biên LN gộp .....	15
Bảng 12: Lịch sử các đợt phát hành riêng lẻ và quyền mua .....	16



## Sơ lược về công ty

### Lĩnh vực kinh doanh

Doanh thu

Lợi nhuận ròng

USD/VND = 21.200

Cung cấp các thiết bị y tế

28 triệu USD

2 triệu USD

### Yếu tố doanh thu chính

Yếu tố chi phí chính

Yếu tố rủi ro chính

Thiết bị y tế và vật tư tiêu hao

Giá vốn hàng bán (COGS)

Tiến độ giải ngân dự án, cạnh tranh, rủi ro tỷ giá, rủi ro pha loãng

### Các khách hàng chính

Lãnh đạo

Địa chỉ

Website

Email

Điện thoại

Các bệnh viện công

Ông Lê Văn Hương (Chủ tịch kiêm Tổng giám đốc)

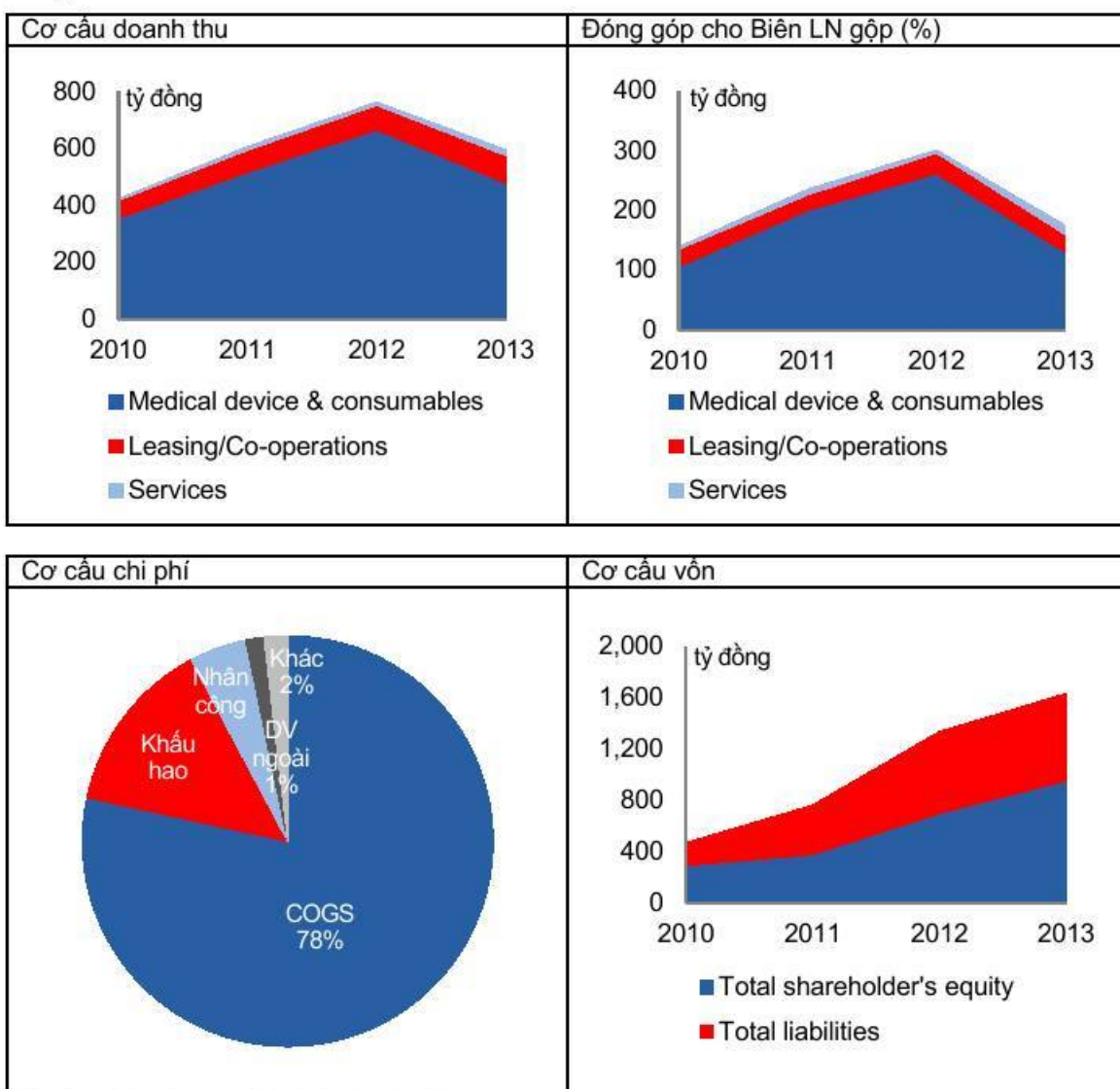
Villa số 18BT5, Pháp Vân, Quận Hoàng Mai, Hà Nội

www.ytevietnhat.com.vn

phongduan@ytevietnhat.com.vn

(+84)4 3683 - 0621

Bảng 1: Các chỉ số chính



Nguồn: Báo cáo tài chính JVC năm 2013

## Kết quả 9 tháng đầu năm 2014

KQKD 9 tháng đầu năm 2014 của JVC phục hồi mạnh mẽ so với cùng kỳ năm 2013 nhờ vào các dự án bị hoãn lại trong năm 2013 và các dự án mới. Chi tiết hơn, doanh thu hợp nhất và LN ròng sau thuế đạt lần lượt là 618 tỷ đồng và 107 tỷ đồng, tăng mạnh 77% và 345% so với mức thấp cùng kỳ năm 2013.

Tăng trưởng LN ròng sau thuế là cực kỳ ấn tượng nhờ vào 1) mức cải thiện biên LN gộp 0,6%, cải thiện biên LN gộp của các dự án liên kết (xấp xỉ 24% LN gộp) lên 47,5% trong 9 tháng đầu năm 2014, so với 27,9% cùng kỳ năm 2013; 2) mức giảm 0,32% của chi phí quản lý và bán hàng (SG&A) trên doanh thu từ mức 8,1% của 9 tháng đầu năm 2013 còn 4,9% trong 9 tháng đầu năm 2014, khi chi phí SG&A hầu như không thay đổi nhiều nhưng doanh số đã tăng vọt 77% so với cùng kỳ năm 2013.

## Nhà cung cấp thiết bị y tế dẫn đầu

**Lợi thế cạnh tranh là nhà phân phối độc quyền các thương hiệu lớn.** Là nhà phân phối độc quyền các thương hiệu nổi tiếng như Hitachi, Carestream Health, Elekta..., bỏ qua những nhà phân phối trung gian, JVC có thể bán sản phẩm mới mức giá cạnh tranh so với nhà cung cấp khác nhập hàng thông qua các trung gian/đại diện, dẫn đến việc giảm chi phí trung gian. Doanh số thiết bị y tế chiếm 54% doanh số của JVC trong năm 2013.

**Danh mục hàng hóa đa dạng, một lợi thế cạnh tranh khác so với các đối thủ.** Các nhà sản xuất thiết bị y tế nước ngoài đã có mặt tại thị trường Việt Nam trong nhiều năm và phần lớn chỉ sản xuất một số lượng nhất định các sản phẩm chuyên dụng, trong khi JVC có thể cung cấp danh mục hàng hóa đa dạng hơn, với hơn 12 hạng mục khác nhau. Do đó, tạo ra sự thuận lợi cho các bệnh viện khi chỉ thỏa thuận với một vài nhà cung cấp. JVC có khả năng đàm phán tốt với các nhà cung cấp, được hỗ trợ bởi mối quan hệ gắn kết với các bệnh viện và các nhà cung cấp, đặc biệt là Hitachi và các đơn hàng lớn.

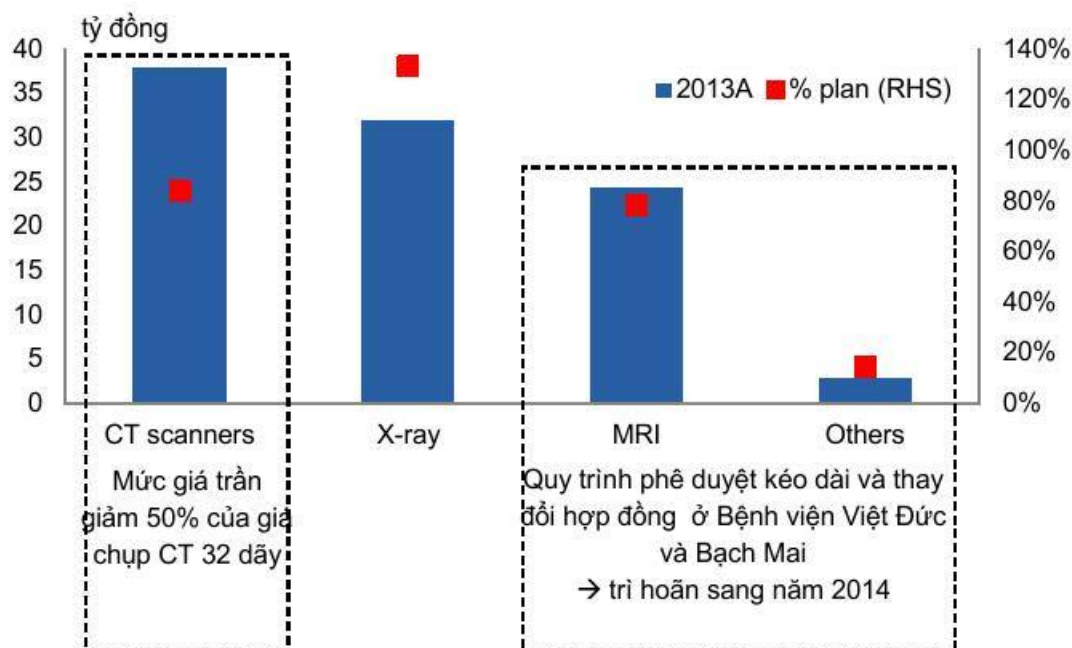
**Công ty lớn nhất trong các dự án liên kết.** Ngoài việc bán thiết bị y tế, 16% doanh số của JVC đến từ các dự án liên kết, khi công ty lắp đặt các thiết bị y tế tại các bệnh viện, sau đó chia sẻ lợi nhuận/lỗ từ việc thu phí khám bệnh. Mức phân chia thông thường là 70:30, JVC nhận 70% trong khi các bệnh viện nhận phần còn lại.

## Hướng đến việc chiếm thị phần lớn hơn trong lĩnh vực y tế

Các lĩnh vực kinh doanh hiện tại của JVC như đã được đề cập như bán các thiết bị y tế và các dự án liên kết dù có tiềm năng cao nhưng vẫn ẩn chứa những rủi ro - vốn đã được cụ thể hóa trong năm 2013. Trong năm này, doanh số các thiết bị y tế đã lao dốc 44% so với năm trước do các việc hoãn tiến độ giải ngân các dự án liên quan đến Ngân hàng Thế giới sang năm 2014, cũng như việc hủy bỏ các dự án trong 6 tháng cuối năm 2013 do Chính phủ quyết định cắt giảm chi tiêu vào các thiết bị y tế vì mức thâm hụt ngân sách cao. Ngoài ra, dù doanh thu các dự án liên kết đã tăng 13% so với năm cùng kỳ năm 2012 trong năm 2013, nhưng chỉ đạt 83% kế hoạch kinh doanh của công ty. Điều này diễn ra sau khi Bộ Y tế quyết định hạ 50% mức giá trần của phí chụp CT cắt lớp 32 dãy và kéo dài thời gian thương lượng hợp đồng mới, dẫn đến việc doanh thu bị trì hoãn sang năm 2014, dẫn đến mức doanh thu từ các dự án liên kết thấp hơn kỳ vọng. Rõ ràng là việc kinh doanh của JVC đang có độ nhạy cảm cao đối với việc giải ngân cho các dự án và thay đổi các chính sách của Chính phủ.

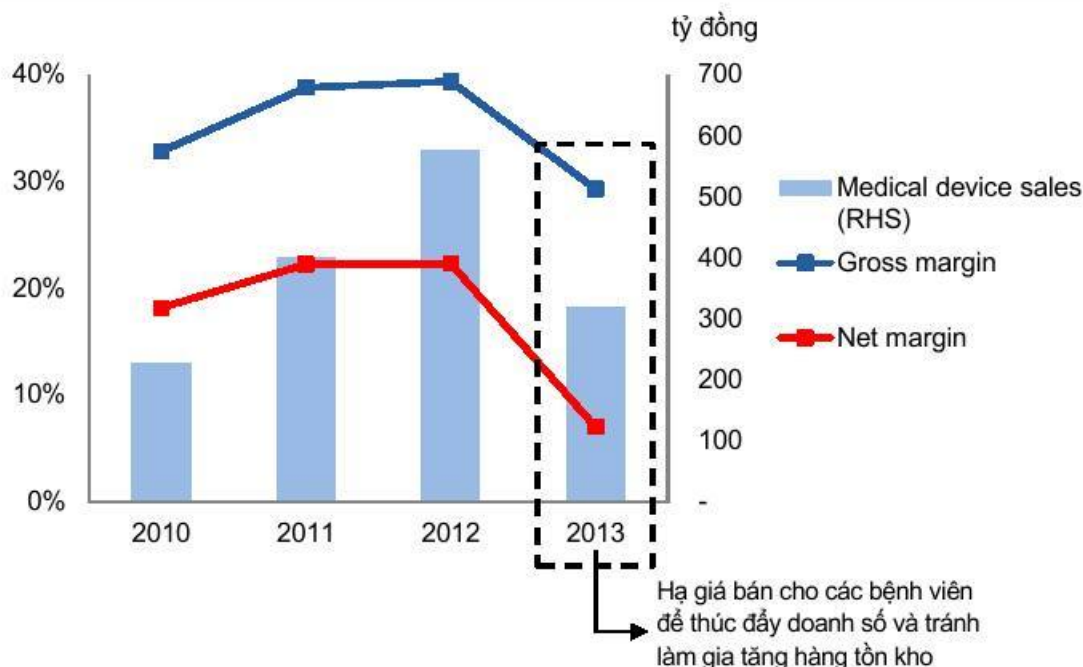


**Bảng 1: Phân khúc đầu tiên bị ảnh hưởng bởi chính sách của Chính phủ - Các dự án liên kết trong năm 2013**



Nguồn: JVC

**Bảng 2: Phân khúc thứ hai bị ảnh hưởng bởi chi tiêu của Chính phủ - Doanh thu thiết bị y tế năm 2013**



Nguồn: JVC và ước tính của VCSC



Tuy nhiên, chúng tôi vẫn tin rằng 2015 sẽ là khởi đầu của giai đoạn tăng trưởng của JVC khi nhà cung cấp thiết bị y tế này đang chuyển hướng sang việc chiếm thị phần lớn hơn trong thị trường y tế còn sơ khai ở Việt Nam bằng lĩnh vực kinh doanh mới - trung tâm kỹ thuật cao và tận dụng sự thiếu hiệu quả trong hoạt động của các bệnh viện. Dù việc này sẽ không hoàn toàn loại bỏ những rủi ro của bản chất kinh doanh, nhưng sẽ giúp JVC giảm thiểu rủi ro của việc giải ngân các dự án bị gián đoạn với nguồn lợi nhuận ổn định hơn.

### Trung tâm kỹ thuật cao tại các bệnh viện quá tải

Các bệnh viện công lớn ở Việt Nam vẫn được biết đến với tình trạng thường xuyên quá tải và JVC đã nhìn thấy tiềm năng lớn và tận dụng vấn đề này bằng cách mở rộng phân khúc kinh doanh mới - trung tâm kỹ thuật cao tại các bệnh viện quá tải. Bệnh viện sẽ cung cấp chỗ trong khuôn viên bệnh viện và JVC sẽ cung cấp thiết bị, qua đó thu 70% phí xét nghiệm (sau khi trừ chi phí).

JVC đã áp dụng hình thức này tại 3 bệnh viện ở thành phố Hồ Chí Minh là bệnh viện 115, bệnh viện Gia Định và bệnh viện 7A, dự kiến sẽ bắt đầu đóng góp vào doanh thu trong năm 2015. Lợi thế của trung tâm kỹ thuật cao này là vẫn hoạt động vào cuối tuần, trong khi dịch vụ xét nghiệm của bệnh viện không làm việc, vì vậy các bệnh nhân sẽ được khuyến nghị sử dụng dịch vụ ngoài vào thời gian cuối tuần.

Ngoài việc thiếu hụt các thiết bị y tế, chúng tôi nghĩ hoạt động kém hiệu quả của các bệnh viện (thiếu hụt nhân viên vận hành/quản lý) cũng đóng vai trò lớn trong việc tạo ra sự thiếu hụt công suất. Hơn nữa, 30% doanh thu sẽ được đưa vào quỹ của bệnh viện thay vì ngân sách nhà nước, điều sẽ có lợi cho cả 2 bên. Do đó, vấn đề ở đây không chỉ là công suất và còn là quản lý kém hiệu quả.

Thực tế dự báo của chúng tôi trong lĩnh vực này phụ thuộc vào con số mà JVC cung cấp và nỗ lực xác thực các con số này của chúng tôi đã gặp phải rào cản thủ tục hành chính tại các bệnh viện. Tuy nhiên, qua trao đổi với các chuyên gia trong ngành, chúng tôi đã xác thực được sự hợp lý của mô hình kinh doanh này.

**Bảng 3: Trung tâm kỹ thuật cao sẽ giải quyết tình trạng quá tải kéo dài tại các bệnh viện**

Trung tâm kỹ thuật cao	115	Gia Định	7A																											
Tình trạng	Hoàn tất tháng 9/2014	Hoàn tất tháng 11/2014	Dự kiến hoàn tất 1/2015																											
Công suất (số bệnh nhân/ngày)	<table><thead><tr><th>Service</th><th>Capacity</th><th>Shortage</th></tr></thead><tbody><tr><td>Diagnostic imaging</td><td>1,025</td><td>465</td></tr><tr><td>Testing</td><td>1,500</td><td>930</td></tr></tbody></table>	Service	Capacity	Shortage	Diagnostic imaging	1,025	465	Testing	1,500	930	<table><thead><tr><th>Service</th><th>Capacity</th><th>Shortage</th></tr></thead><tbody><tr><td>Diagnostic imaging</td><td>690</td><td>1,005</td></tr><tr><td>Testing</td><td>1,000</td><td>1,500</td></tr></tbody></table>	Service	Capacity	Shortage	Diagnostic imaging	690	1,005	Testing	1,000	1,500	<table><thead><tr><th>Service</th><th>Capacity</th><th>Shortage</th></tr></thead><tbody><tr><td>Diagnostic imaging</td><td>570</td><td>730</td></tr><tr><td>Testing</td><td>360</td><td>1,800</td></tr></tbody></table>	Service	Capacity	Shortage	Diagnostic imaging	570	730	Testing	360	1,800
Service	Capacity	Shortage																												
Diagnostic imaging	1,025	465																												
Testing	1,500	930																												
Service	Capacity	Shortage																												
Diagnostic imaging	690	1,005																												
Testing	1,000	1,500																												
Service	Capacity	Shortage																												
Diagnostic imaging	570	730																												
Testing	360	1,800																												

Nguồn: JVC

## Phân khúc tiềm năng: SPD (Cung cấp, Xử lý và Phân phối)

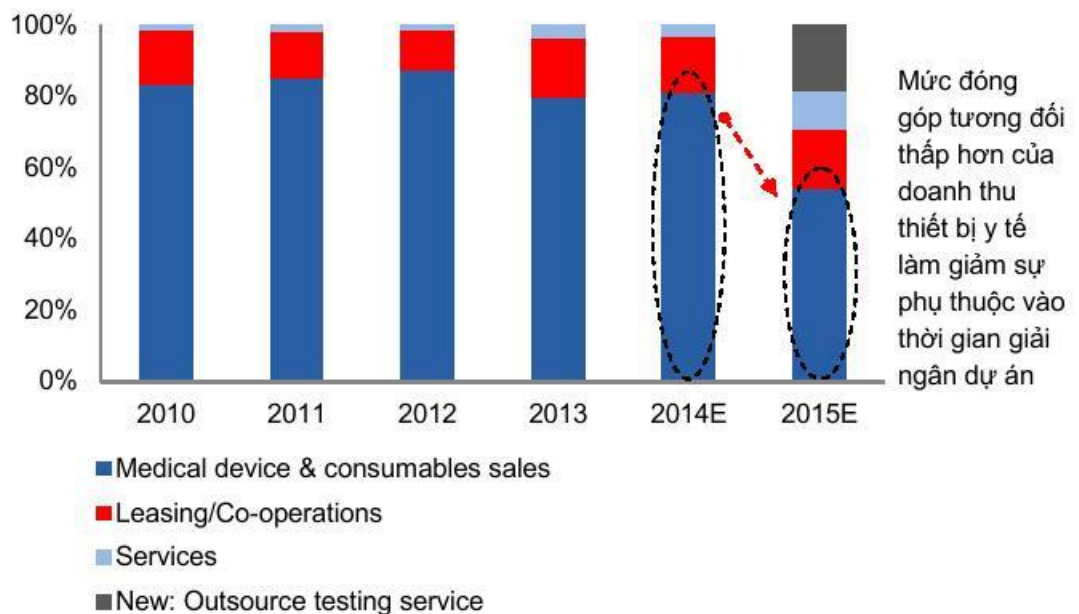
Công ty sẽ thành lập liên doanh với đối tác nổi tiếng ở Nhật Bản là Mitsubishi, nhằm mục đích đầu thầu cung cấp vật tư tiêu hao cho các bệnh viện. JVC đã được Bộ Y tế chấp thuận cho thử nghiệm mô hình này tại 2 bệnh viện công (xấp xỉ 1.000 giường/bệnh viện) và đang thương thảo với 2 chuỗi bệnh viện tư nhân khác (bao gồm 8 bệnh viện). Chúng tôi tin rằng điều này sẽ có tiềm năng thúc đẩy doanh thu cho công ty. Chúng tôi cũng tin rằng nếu mô hình này được áp dụng thành công, nó sẽ có thể tiếp tục làm giảm sự nhạy cảm của thu nhập công ty đối với việc gián đoạn giải ngân các dự án. Tuy nhiên, tỷ lệ tăng tiềm năng này vẫn chưa được tính vào phương thức định giá của chúng tôi.

## Triển vọng năm 2015

### Doanh thu năm 2015 tăng trưởng 43% so với năm trước

Chúng tôi tin rằng 2015 sẽ là một năm khả quan nữa của JVC với mức tăng trưởng doanh thu thuần 43% so với năm trước. Điều này là nhờ sự đóng góp của trung tâm kỹ thuật cao, vốn được chúng tôi dự báo sẽ chiếm 13% doanh số năm 2015. Chúng tôi kỳ vọng trung tâm kỹ thuật cao sẽ đóng góp 170 tỷ đồng vào doanh thu năm 2015 và 135 tỷ đồng vào LN gộp (xấp xỉ 25% LN gộp năm 2015). Điều này sẽ cải thiện khả năng thu nhập trong tương lai của JVC khi phân khúc này không bị ảnh hưởng của tiến độ giải ngân dự án, do đó sẽ giảm thiểu rủi ro từ việc trì hoãn hoặc hủy bỏ dự án.

**Bảng 4: Cơ cấu doanh số theo phân khúc trong giai đoạn 2010-2015**

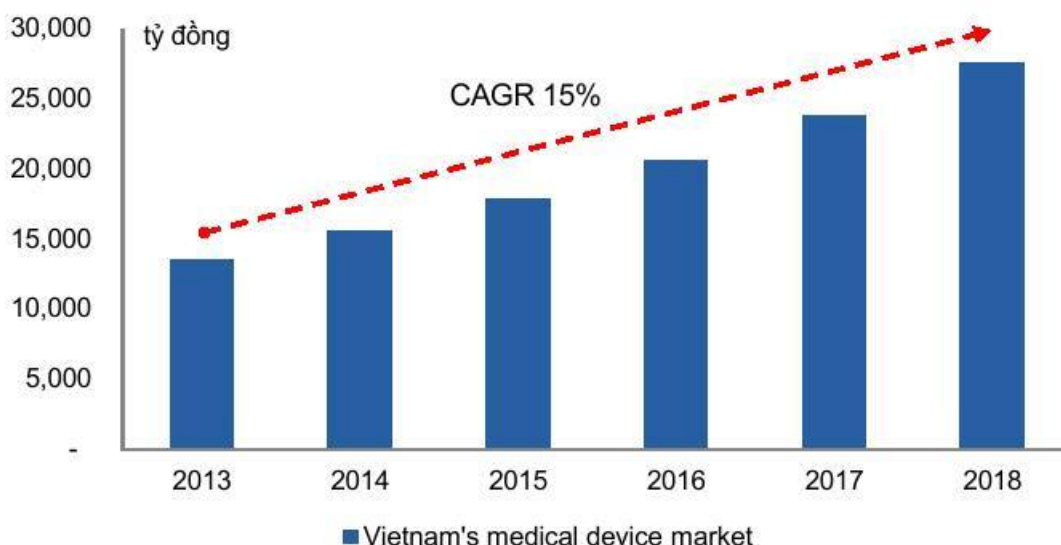


Nguồn: JVC và VCSC



**Doanh thu thiết bị y tế của JVC được dự phóng tăng trưởng 10% hàng năm trong năm 2015.** Theo Epsicom Business Intelligence, thị trường thiết bị y tế ở Việt Nam dự kiến sẽ tăng trưởng với mức CAGR 16,6% trong giai đoạn 2013-2018. Trong năm 2013, quy mô của thị trường này ước tính là 645,4 triệu USD, tương đương chỉ 7 USD/đầu người, thấp hơn nhiều so với các quốc gia Châu Á khác như Thái Lan (17 USD), Malaysia (35 USD), và Singapore (86 USD). Vào năm 2018, thị trường này dự kiến sẽ đạt 1,4 tỷ USD, tỷ lệ đầu người tăng gấp đôi lên khoảng 14,5 USD. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo doanh số thiết bị y tế của JVC năm 2015 sẽ tăng trưởng 10% theo kịch bản cơ sở do lĩnh vực này khá nhạy với ngân sách 2015 của Chính phủ (xem phần rủi ro đầu tư để hiểu rõ áp lực từ việc chi tiêu của Chính phủ).

**Bảng 5: CAGR thị trường thiết bị y tế Việt Nam 15% giai đoạn 2014-2018**

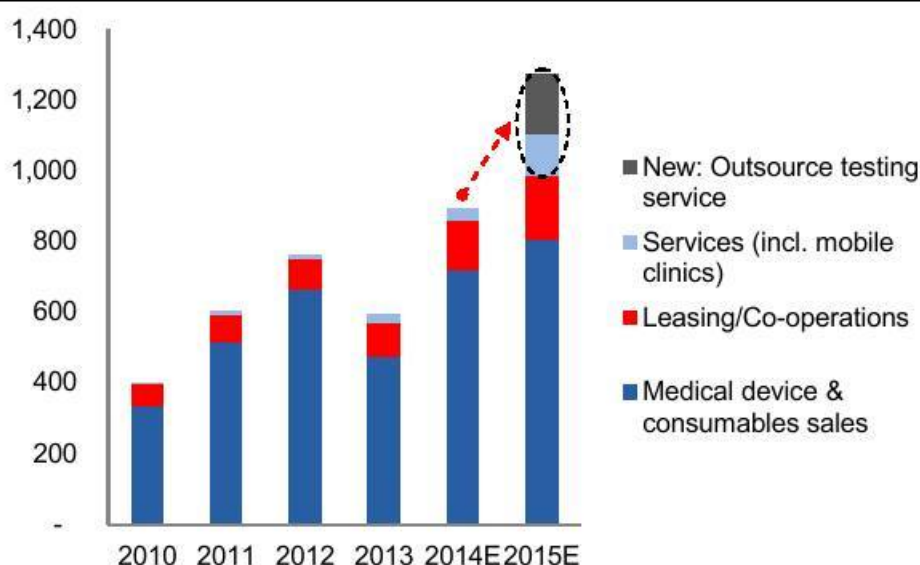


Nguồn: Epsicom Business Intelligence

**Tận dụng sự lạc hậu của các thiết bị y tế tại các bệnh viện công.** Hầu hết các bệnh viện công ở Việt Nam đều đối mặt với vấn đề thiết bị y tế và dụng cụ lạc hậu cũng như ngân sách hạn chế. Theo báo cáo, có đến phân nửa các thiết bị y tế ở Việt Nam đều lạc hậu và cần được thay thế. Khi thu nhập bình quân đầu người ở Việt Nam cải thiện, mọi người thường có xu hướng sử dụng các dịch vụ sức khỏe chất lượng tốt hơn, điều sẽ khiến các bệnh viện và phòng khám phải trang bị các thiết bị y tế và dụng cụ chất lượng hơn. Đây là cơ hội lớn đối với các dự án liên kết và chúng tôi tin rằng JVC - với vai trò là nhà phân phối lớn nhất trong lĩnh vực này sẽ được hưởng lợi. Trong số 44 khách hàng tiềm năng, JVC đã thương lượng thành công với 21 bệnh viện.

Doanh thu từ các dự án liên kết chỉ tăng trưởng khiêm tốn nhưng không đạt đúng theo kế hoạch kinh doanh của công ty vì những lý do chúng tôi đã nêu ra ở trên, dẫn đến việc một số dự án bị hoãn sang năm 2014. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu từ các dự án liên kết sẽ tăng trưởng 45% trong năm 2014 và 30% trong năm 2015, sau khi công ty đầu tư vào các dự án liên kết trong năm nay.

**Bảng 6: Doanh số tăng trưởng 43% trong năm 2015 nhờ vào trung tâm kỹ thuật cao**



Nguồn: JVC và dự báo của VCSC

**100 phòng khám di động sẽ đóng góp vào doanh thu trong 6 tháng cuối năm 2015.** Sau khi hoàn tất việc nâng vốn từ việc phát hành quyền mua 80% ở mức giá 15.000 đồng/cổ phiếu, tương đương 750 tỷ đồng, JVC sẽ đầu tư 140 tỷ đồng vào 100 phòng khám di động khác, nâng số lượng phòng khám lên 130. Chúng tôi kỳ vọng 100 phòng khám này sẽ bắt đầu đóng góp vào doanh thu và lợi nhuận vào 6 tháng cuối năm, khi JVC đã ký kết hợp đồng với 718 công ty ở 21 KCN ở Bình Dương và thành phố Hồ Chí Minh. Do đó, phân khúc này sẽ đóng góp vào doanh thu ngay sau khi đầu tư. Chúng tôi tin rằng đây là một nguồn thu nhập tiềm năng lớn ngoài dịch vụ xét nghiệm khi Việt Nam có 371 KCN với hơn 7 triệu công nhân. Với số lượng 30 phòng khám di động hiện tại, JVC chỉ mới đáp ứng được 2% nhu cầu.

**Bảng 7: JVC đã ký kết hợp đồng khám sức khỏe định kỳ với 718 công ty**

KCN	Số lượng công ty	KCN	Số lượng công ty
<b>Bình Dương</b>		Dệt May Bình An	5
Sóng Thần 2	84	An Thạnh	4
Việt Hương 1	48	<b>TP Hồ Chí Minh</b>	
Việt Hương 2	8	Bình Chiểu	19
Tân Đông Hiệp A	22	Tân Tạo	11
Tân Đông Hiệp B	9	Tân Bình	9
Đồng An	65	Vĩnh Lộc	10
Bình Dương	13	Tân Thuận	11
Mỹ Phước 1	33		
Mỹ Phước 2	18		
Mỹ Phước 3	4		
Tân Định	11		
Bình Chuẩn	14		
Vietnam-Singapore	160		
Sóng Thần 1	160		

Nguồn: JVC

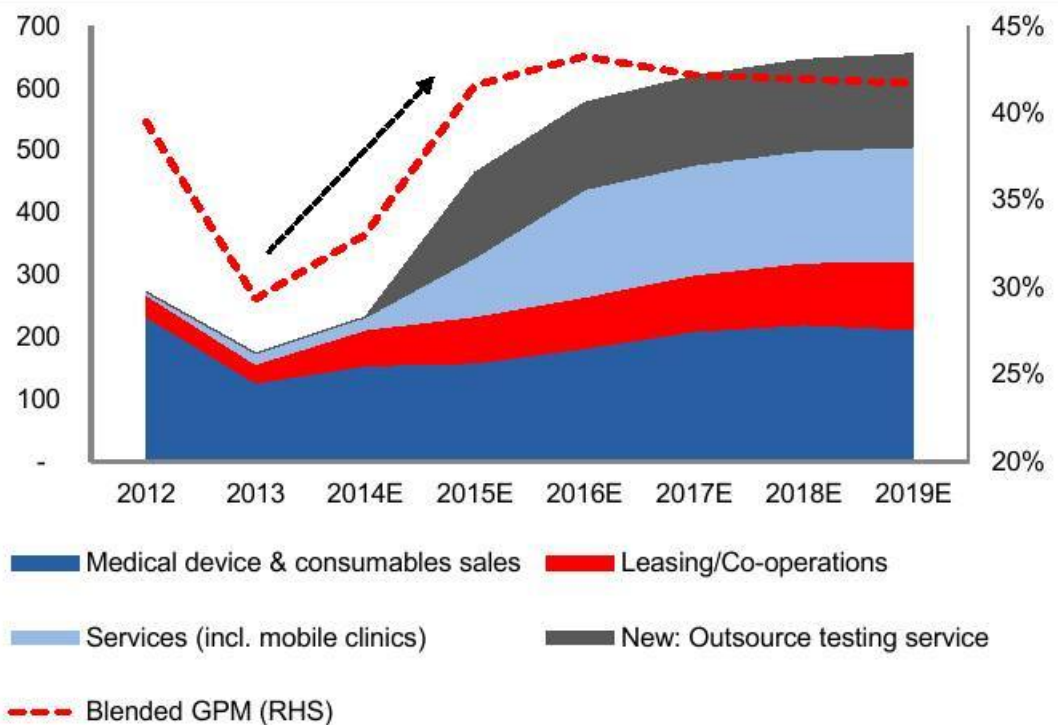


## Tăng trưởng biên LN trong năm 2015

Chúng tôi kỳ vọng biên LN năm 2015 sẽ cải thiện từ 32% lên 41,6% là nhờ vào sự đóng góp của trung tâm kỹ thuật cao trong năm 2015 và số lượng các phòng khám di động bổ sung trong 6 tháng cuối năm 2015. Một trong những khác biệt nổi trội của 100 phòng khám mới này là sẽ đặt trong những container ở các KCN, vốn sẽ đòi hỏi ít chi phí XDCB hơn 30 xe khám hiện tại. Đặc biệt, vốn đầu tư cho một container này chỉ là 0,25 tỷ đồng, chỉ bằng 1/12 vốn đầu tư cho các xe khám chữa bệnh. Chúng tôi dự báo mức vốn XDCB thấp hơn sẽ dẫn đến sự cải thiện biên LN trong phân khúc dịch vụ, khi chúng tôi dự báo sẽ đóng góp khoảng 18% biên LN năm 2015, so với mức 7% năm 2014.

Chúng tôi dự báo LN ròng sau thuế sẽ đạt 306 tỷ đồng (tăng 105% so với năm trước), tương ứng với mức EPS pha loãng hoàn toàn 2.723 đồng (tăng 33% theo năm, đã điều chỉnh với đợt phát hành quyền mua 80% với giá 15.000 đồng/CP).

**Bảng 8: LN ròng theo phân khúc và tăng trưởng biên LN ròng nhờ phân khúc kinh doanh mới**



Nguồn: JVC và dự báo của VCSC

## Định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá theo hệ số P/E đối với JVC. Với mức giá đóng cửa 18.300 đồng, cổ phiếu này đang giao dịch với PER năm 2015 hấp dẫn là 6,7 lần, thấp hơn 44% so với VN-Index. Chúng tôi nghĩ PER hợp lý cho năm 2015 là 8 lần, tương ứng với mức giá mục tiêu 21.800 đồng (tỷ lệ tăng 22,4%).

**Bảng 9: So sánh với các công ty cùng ngành**

Mã	Giá trị vốn hóa triệu USD	Biên LN gộp %	Biên LN ròng %	PER 12 tháng qua	ROA %	ROE %	PER/chỉ số
SDPC IJ	7	9,2	0,8	11,3	1,9	7,1	0,6
VMD VN	7	8,4	0,2	5,1	0,6	16,8	0,4
DNM VN	7	32,7	8,9	7,4	12,7	33,3	0,5
<b>JVC VN</b>	<b>91</b>	<b>29,3</b>	<b>7,0</b>	<b>9,0</b>	<b>7,6</b>	<b>12,7</b>	<b>0,6</b>
PHRM MK	352	15,3	2,8	15,1	5,5	13,5	0,9
EPMT IJ	637	11,3	3,0	14,6	9,3	16,9	0,7
<b>Trung bình</b>	<b>219</b>	<b>19,4</b>	<b>4,4</b>	<b>10,2</b>	<b>7,1</b>	<b>18,7</b>	<b>0,6</b>

Nguồn: Bloomberg

**Bảng 10: Tỷ số P/E mục tiêu 8 lần năm 2015 tương ứng với giá mục tiêu 21.800 đồng (tăng 19%)**

Tỷ số P/E 2015	6 lần	7 lần	8 lần	9 lần	10 lần
Giá mục tiêu	16.337	19.060	<b>21.783</b>	24.505	27.228

Nguồn: Dự báo của VCSC



## Rủi ro đầu tư

**Việc Chính phủ giảm chi tiêu có thể ảnh hưởng đến doanh số thiết bị y tế.** Điều này đã từng diễn ra trong năm 2013 khi doanh số thiết bị y tế của JVC trượt mạnh 44% so với năm trước, ảnh hưởng tiêu cực đến kinh doanh với sự sụt giảm doanh thu và biên LN. Từ năm 2015, công ty sẽ cố gắng chuyển hướng sang phân khúc kinh doanh có khả năng cải thiện thu nhập trong tương lai như các dự án liên kết, trung tâm kỹ thuật cao và phòng khám di động. Chúng tôi nghĩ công ty đang đi đúng hướng trong việc giảm tác động của việc giải ngân các dự án đến kinh doanh. Hơn nữa, chúng tôi dự báo doanh số thiết bị y tế sẽ đóng góp khoảng 43% tổng doanh thu trong năm 2015, giảm 54% so với năm 2014.

Ngoài ra, giá dầu thô lao dốc đã làm dấy lên lo ngại về chi tiêu của Chính phủ trong năm 2015, qua đó có thể sẽ tác động tiêu cực đến doanh số thiết bị y tế. Nguồn thu NSNN từ dầu thô được ước tính dựa trên mức giá 100 USD/thùng, trong khi giá dầu Brent hiện tại đang ở dưới mức 60 USD/thùng. Thâm hụt ngân sách dự kiến năm 2015 là 5% GDP (tương đương 10,7 tỷ USD) với thu ngân sách tăng 16% so với năm trước đạt 43 tỷ USD, trong khi chi ngân sách tăng 14% hàng năm đạt 54 tỷ USD. Dù cho giá dầu thô ở mức thấp, chúng tôi tin rằng điều này sẽ không gây ra những ảnh hưởng lớn đến ngân sách Chính phủ năm 2015 khi:

- Chính phủ có thể nâng những loại thuế khác để bù đắp cho sự thâm hụt. Cụ thể, vào ngày 6/12, Bộ Tài chính đã thông qua kế hoạch thuế mới cho các sản phẩm xăng dầu nhập khẩu và chỉ vài ngày sau đó, thuế nhập khẩu các sản phẩm này đã tăng thêm 10%.
- Giá dầu thô thấp hơn sẽ có tác dụng như một gói kích thích: giá xăng giảm mạnh sẽ dẫn đến biên LN cao hơn cho kinh doanh và thúc đẩy tiêu dùng nội địa. Chúng ta hướng đến một hoàn cảnh kinh tế tốt hơn trong năm 2015, vì vậy bức tranh kinh tế tổng thể là rất khó dự đoán nhưng vì sự thận trọng, chúng tôi cung cấp bảng phân tích độ nhạy với NSNN.

Giả thuyết xấu nhất của chúng tôi tương ứng với tình trạng doanh số thiết bị y tế trong năm 2013 khi sụt giảm 45% và biên LN gộp giảm 24% do việc Chính phủ cắt giảm chi tiêu. Mặt khác, kịch bản khả quan nhất của chúng tôi tương đồng với kỳ vọng của lãnh đạo công ty trong năm 2015 và biên LN gộp được giả định sẽ ở mức bình thường cho phân khúc này (30-40%).

**Bảng 11: Độ nhạy của giá mục tiêu so với doanh số thiết bị y tế và biên LN gộp**

Phân tích độ nhạy	Kịch bản xấu nhất	Kịch bản cơ sở	Kịch bản tốt nhất
Tăng trưởng doanh số thiết bị y tế (%)	-45%	+10%	+30%
Biên LN ròng thiết bị y tế (%)	24%	28%	30%
EPS 2015 – pha loãng hoàn toàn (đồng/CP)	1.917	2.723	3.098
Giá mục tiêu (đồng/CP)	15.335	21.783	24.787
Tỷ lệ tăng	-16%	19%	35%
Tỷ số P/E 2015 theo giá thị trường	9,5	6,7	5,9

Nguồn: Dự báo của VCSC

**Rủi ro cạnh tranh.** Với vai trò là nhà phân phối độc quyền các thương hiệu nổi tiếng như Hitachi, Carestream Health, Elekta,... không qua trung gian, JVC có thể bán với giá cạnh tranh. Tuy nhiên, trong tương lai nếu như các đối thủ cạnh tranh nước ngoài như Siemens và GE quyết định chỉ định nhà phân phối độc quyền ở Việt Nam, đây sẽ là vấn đề đối với JVC nhằm duy trì lợi thế cạnh tranh.

Ngoài ra, hơn 90% thiết bị y tế ở Việt Nam đều được nhập khẩu. Các nhà sản xuất nước ngoài từ lâu đang tìm kiếm cơ hội xây dựng nhà máy ở Việt Nam nhằm tận dụng nhân công giá rẻ. Do đó, điều này sẽ tạo ra mối đe dọa cho doanh thu của JVC khi tất cả các thiết bị y tế của công ty này đều là nhập khẩu. Tuy nhiên, chúng tôi có thể nói rằng điều này sẽ không tạo ra tác động quá lớn đối với kinh doanh của JVC khi các nhà sản xuất thiết bị y tế đã có mặt ở Việt Nam trong nhiều năm và phần lớn, họ chỉ sản xuất một số các sản phẩm chuyên dụng hạn chế, trong khi JVC có thể cung cấp các danh mục sản phẩm rộng hơn, với hơn 12 hạng mục khác nhau. Do đó, tạo ra sự thuận lợi cho các bệnh viện khi chỉ thỏa thuận với một vài nhà cung cấp. Ngoài ra, vào tháng 8/2012, GE đã đạt được thỏa thuận với Bộ Y tế để đánh giá tính khả thi của việc sản xuất thiết bị y tế tại Việt Nam. Cho đến nay, chúng tôi vẫn chưa thấy có bất kỳ tiến triển nào về động thái của GE nhằm xây dựng nhà máy sản xuất thiết bị y tế tại Việt Nam.

**Rủi ro tỷ giá.** Các hợp đồng nhập khẩu thiết bị y tế đều được thanh toán bằng USD và JPY, trong khi các hợp đồng bán cho các bệnh viện nhà nước sử dụng VND.

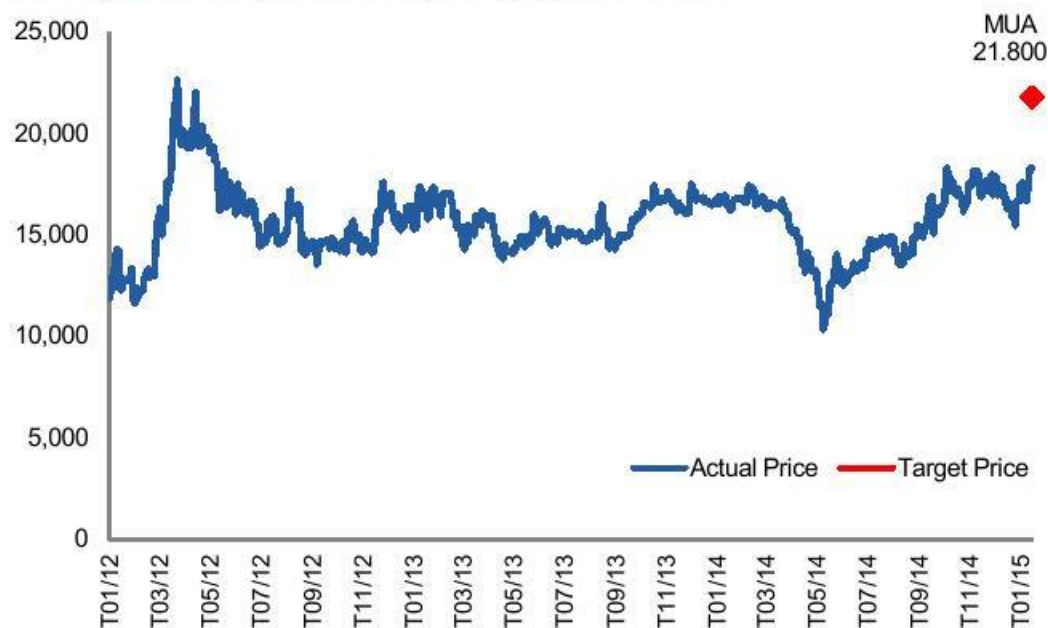
**Rủi ro pha loãng.** JVC có lịch sử phát hành quyền mua và phát hành riêng lẻ với giá chào bán thấp hơn giá thị trường nhằm tài trợ cho các dự án đầu tư. Gần đây nhất là đợt phát hành quyền mua 80% với giá 15.000 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi không loại trừ khả năng sẽ có một đợt phát hành quyền mua khác trong thời gian tới khi JVC cố gắng thúc đẩy các dự án liên kết và phòng khám di động trong tương lai để hướng đến nguồn thu nhập ổn định.

**Bảng 12: Lịch sử các đợt phát hành riêng lẻ và quyền mua**

	Event
12/2	<b>Phát hành riêng lẻ 8 triệu cổ phiếu cho DI Asian Industrial Fund</b>
13/2	<b>Phát hành quyền mua 28% với giá 15.000 đồng/cổ phiếu</b> <b>Hoán đổi trái phiếu với KMS (sở hữu 100% chi nhánh) với tỷ lệ 0,74:1</b>
14/10	<b>Phát hành quyền mua 80% với giá 15.000 đồng/cổ phiếu</b>



## Giá mục tiêu và lịch sử khuyến nghị của VCSC



## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thị Anh Đào, 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 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	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.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	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

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

[www.vcsc.com.vn](http://www.vcsc.com.vn)

#### Trụ sở chính

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

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
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

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

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Giám đốc

Vũ Thanh Tú  
[tu.vu@vcsc.com.vn](mailto:tu.vu@vcsc.com.vn)

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588  
[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

**Trưởng phòng cao cấp,** Ngô Hoàng Long

**Trưởng phòng,** Nguyễn Đức Tuấn

**CV cao cấp,** Đặng Văn Pháp

**CV cao cấp,** Đinh Thị Thủy Dương

**CV PTKT cao cấp,** Nguyễn Thế Minh

**Chuyên viên,** Ngô Đăng Quế

**Chuyên viên,** Dương Mỹ Thanh

**Chuyên viên,** Nguyễn Thảo Vy

**Chuyên viên,** Nguyễn Thị Anh Đào

**Chuyên viên,** Ngô Thùy Trâm

**Chuyên viên,** Nguyễn Ngọc Hoàng Hải

**Chuyên viên,** Văn Đình Vỹ

**Chuyên viên,** Trần Minh Đức

**Chuyên viên,** Văn Đình Phong

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

*& Cá nhân nước ngoài*

#### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.  
+84 3914 3588, ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

#### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto: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](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 4 6262 6999, ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto: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.