COMPANY REPORT

KB Securities VIETNAM

CTCP Bệnh viện Quốc tế Thái Nguyên (TNH)

Động lực tăng trưởng mạnh mẽ từ việc mở rộng quy mô

15/03/2023

Chuyên viên phân tích Phạm Phương Linh
linhpp@kbsec.com.vn

Ngành Y tế còn nhiều dư địa phát triển

Tỷ lệ giường bệnh/bệnh nhân tại Việt Nam còn tương đối thấp sẽ tạo điều kiện cho các bệnh viện tư nhân có cơ hội phát triển. Nhu cầu khám chữa bệnh của người dân Việt Nam tăng lên khiến ngành y tế còn nhiều dư địa để cung cấp các dịch vụ. Các bệnh viện của TNH được đặt ở vị trí thuận lợi sẽ thu hút lượng dân cư đông đúc tại trung tâm thành phố và các khu công nghiệp đến khám chữa bệnh.

Các dự án mới đi vào hoạt động là động lực tăng trưởng chính của TNH

TNH đang thực hiện 5 dự án xây dựng các bệnh viện với kế hoạch triển khai trong giai đoạn 2021-2025. Dự kiến khi các dự án đi vào hoạt động sẽ trở thành động lực tăng trưởng mạnh mẽ cho TNH, ước tính tăng trưởng hàng năm đạt mức 2 chữ số trong giai đoạn 2024-2027.

Sở hữu nguồn nhân lực chất lượng cao là lợi thế trọng yếu của TNH

Để chuẩn bị cho các bệnh viện mới sắp đi vào hoạt động, TNH đã và đang tuyển dụng lượng lớn đội ngũ y bác sĩ và đưa về cơ sở Thái Nguyên để đào tạo, sẵn sàng phục vụ ngay khi các dự án hoàn thành xong. Chúng tôi đánh giá chiến lược này sẽ hạn chế rủi ro xảy ra tình thiếu hụt nhân sự trầm trọng như một số bệnh viện tại các tỉnh thành lớn.

Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu: 42,000 VNĐ/Cp

Năm 2023, dự kiến doanh thu của TNH sẽ đạt 493 tỷ đồng (+6.5% YoY), LNST đạt 151 tỷ đồng (+7.2% YoY). Mức DTT và LNST của TNH cho năm 2024 lần lượt 671 tỷ đồng (+36% YoY) và 226 tỷ đồng (+49% YoY). Khuyến nghị MUA cổ phiếu TNH với giá mục tiêu 42,000 VNĐ/cp, cao hơn 16% so với giá đóng cửa ngày 14/03/2023.

MUA

Giá mục tiêu	VND 42,000
Tăng/giảm (%)	16%
Giá hiện tại (14/03/2023)	36,000
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/tỉ USD)	2.1/0.092

Dữ liệu giao dịch

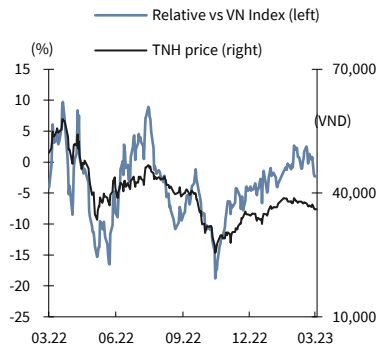
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	74%
GDTB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	3.6/0.15
Sở hữu nước ngoài	42%
Cổ đông lớn	KWE Beteiligungen AG (10.3%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-5	3	-12	-31
Tương đối	-6	3	4	-2

Dự phóng KQKD & định giá

FY – end	2022A	2023E	2024E	2025E
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	463	493	671	932
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	146	132	168	247
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	141	151	195	282
EPS (nghìn VNĐ)	2,720	2,905	3,758	5,444
Tăng trưởng EPS (%)	12.9	7.2	29	44
P/E (x)	12.8	12.4	9.6	6.6
P/B (x)	2.0	2.0	1.2	1.0
ROE (%)	15	16	15	17
Tỉ suất cổ tức, phổ thông (%)	0	0	0	0



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Hoạt động kinh doanh

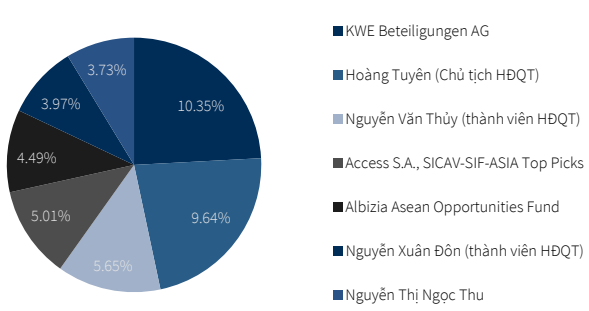
Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Bệnh viện Quốc tế Thái Nguyên là hệ thống bệnh viện ngoài công lập lớn nhất các tỉnh miền núi vùng Đông Bắc được thành lập từ năm 2013 và chính thức đi vào hoạt động năm 2014 với quy mô ban đầu 150 giường bệnh. Tính đến nay, công ty đang hoạt động với 2 cơ sở là Bệnh viện Quốc tế Thái Nguyên và Bệnh viện Đa khoa Yên Bình Thái Nguyên, tổng quy mô 600 giường bệnh, cung cấp gần 4000 dịch vụ y tế trong năm 2022. Hiện công ty đang có kế hoạch mở rộng hoạt động kinh doanh sang các địa phương và xây dựng các bệnh viên chuyên khoa.

Cơ cấu cổ đông

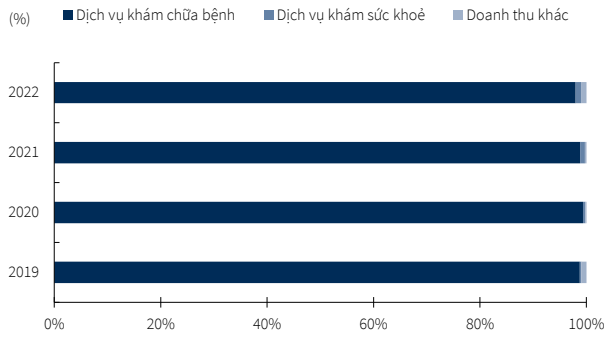
Trải qua nhiều đợt phát hành tăng vốn, cơ cấu cổ đông hiện tại của TNH tương đối pha loãng. Hiện tại ban lãnh đạo có ông Hoàng Tuyên – Chủ tịch HĐQT nắm giữ 9.64%, ông Nguyễn Văn Thuỷ - phó Tổng giám đốc nắm giữ 5.65%. Các nhà đầu tư nước ngoài (bao gồm tổ chức và cá nhân) đang sở hữu lượng cổ phần tương đối lớn, chiếm khoảng 42% cơ cấu cổ đông (mức tối đa quy định 49%). Chúng tôi nhận thấy rủi ro tiếp tục bị pha loãng trong tương lai khi TNH cần huy động vốn để làm các dự án mới thông qua phát hành thêm cổ phiếu.

Biểu đồ 1. Cơ cấu cổ đông của TNH



Nguồn: TNH, KBSV

Biểu đồ 2. Cơ cấu doanh thu theo dịch vụ cung cấp



Nguồn: TNH, KBSV

Hoạt động kinh doanh

TNH hiện đang hoạt động với 2 cơ sở chính:

Bệnh viện Quốc tế Thái nguyên nằm ở trung tâm thành phố Thái Nguyên, đi vào hoạt động từ năm 2014 đồng thời cũng là trụ sở chính của TNH. Số giường được cấp phép ban đầu là 200 giường, nhưng do tình trạng quá tải, bệnh viện đã chủ động bổ sung thêm giường bệnh. Số giường thực tế tại bệnh viện hiện nay lên tới 400 giường. Hiện bệnh viện đang đóng góp hơn 65% doanh thu cho TNH.

Bệnh viện đa khoa Yên Bình Thái Nguyên-bệnh viện này nằm gần các khu công nghiệp, gần nhà máy lớn nhất châu Á của Tập đoàn Samsung (với quy mô 70.000 nhân viên). Đây là nguồn thu lớn cho bệnh viện khi cung cấp các dịch vụ khám chữa bệnh và khám sức khoẻ định kỳ. Bệnh viện đa khoa Yên Bình Thái Nguyên giai đoạn 1 kể từ khi đi vào hoạt động đến nay đã được gần 3 năm, hiện đã sử dụng vượt công suất khoảng 40% với số giường thực kê là 150 giường. Do vậy, để đáp ứng nhu cầu lớn, TNH đang có kể hoạch mở rộng quy mô hoạt động của

bệnh viện này.

Bảng 1. Hai bệnh viện đang hoạt động của TNH

STT	Bệnh viện	Địa chỉ	Năm bắt đầu hoạt động	Số giường bệnh	Số lượt KCB năm 2022	Tỷ trọng đóng góp trong cơ cấu doanh thu
1	Bệnh viện Quốc tế Thái Nguyên	số 328, đường Lương Ngọc Quyến, phường Đồng Quang, TP Thái Nguyên	2014	400	333,920	60-70%
2	Bệnh viện đa khoa Yên Bình Thái Nguyên	xóm Chùa, xã Nam Tiến, Thị Xã Phổ Yên, tỉnh Thái Nguyên	2019	150	98,021	30-40%

Nguồn: TNH, KBSV

Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu hàng năm đạt 12% trong giai đoạn 2015-2022

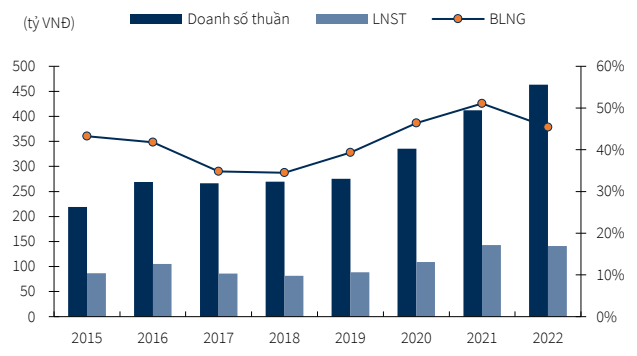
Giai đoạn 2015-2019, các cơ sở cũ của TNH hoạt động hết công suất nên doanh thu đi ngang. Kể từ khi xây dựng thêm cơ sở mới cũng như mở rộng quy mô của cơ sở trước đó, kết quả kinh doanh của TNH chứng kiến sự cải thiện đáng kể ghi có mức tăng trưởng 15-20% trong 3 năm gần đây. Cơ cấu doanh thu chủ yếu đến từ dịch vụ khám chữa bệnh (khoảng 98-99%) do đây là dịch vụ kinh doanh chính của công ty. Doanh thu từ dịch vụ khám sức khoẻ mới chiếm một tỷ trọng nhỏ song ghi nhận sự tăng trưởng tương đối ấn tưởng trong 2 năm trưởng lại đây, cho thấy tiềm năng phát triển trong mảng dịch vụ này.

Biên lợi nhuận gộp (BLNG) của TNH duy trì ở mức 30-50% trong nhiều năm từ khi hoạt động đến nay do đặc thù ngành nghề hoạt động của công ty các loại thuốc, hoá chất, vật tư y tế chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu chi phí. Biên lợi nhuận ròng tương ứng 25-35%, khi công ty kiểm soát chặt chẽ các chi phí hoạt động. Nhìn chung, biên lợi nhuận của TNH ở mức cao so với các bệnh viện tư nhân cùng tuyến khác.

Tình hình tài chính

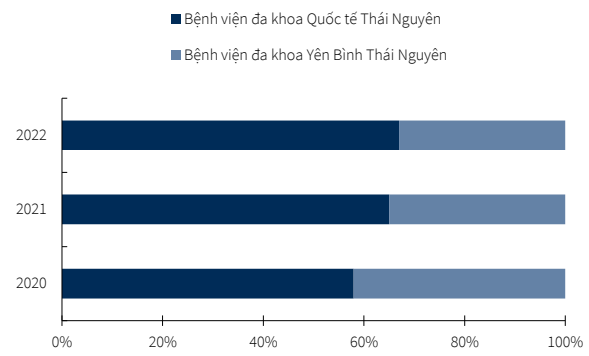
TNH duy trì tình hình tài chính ổn định khi duy trì tỷ lệ nợ vay tương đối thấp. Đối với các dự án xây dựng bệnh viện, TNH thường ưu tiên sử dụng vốn chủ, và vay nợ một phần. Tỷ lệ nợ vay/ tổng tài sản thường ở mức 0.3-0.4 trong giai đoạn công ty làm dự án. Điều này sẽ giúp cho TNH giảm bớt gánh nặng chi phí tài chính, nhất là trong bối cảnh hiện tại mặt bằng lãi suất đang ở mức cao. Chúng tôi nhận thấy các khoản vay của TNH đang chịu mức lãi vay trung bình 7-8%, do vậy trong năm 2022 công ty cũng đã chủ động tất toán các khoản vay dài hạn.

Biểu đồ 3. Doanh thu thuần, LNST và BLNG qua các năm



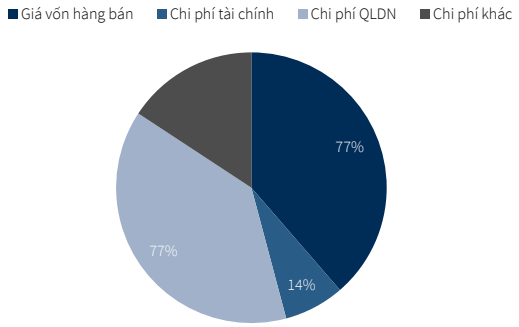
Nguồn: TNH, KBSV

Biểu đồ 4. Cơ cấu doanh thu của TNH theo các cơ sở



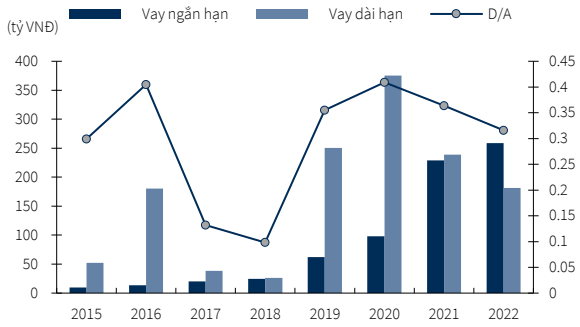
Nguồn: TNH, KBSV

Biểu đồ 5. Cơ cấu chi phí của TNH năm 2022



Nguồn: TNH, KBSV

Biểu đồ 6. Nợ vay và tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản

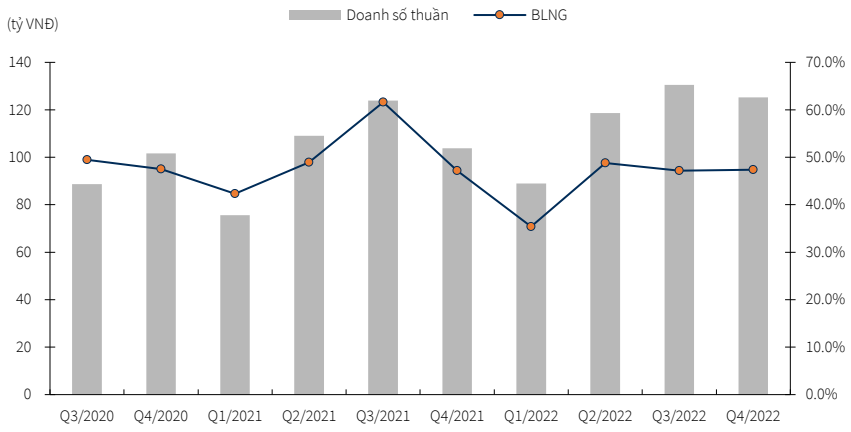


Nguồn: TNH, KBSV

Cập nhật KQKD năm 2022

Năm 2022, TNH ghi nhận doanh thu thuần đạt 436.2 tỷ đồng (+12.3% YoY) và LNST đạt hơn 141 tỷ đồng (-1% YoY). Theo đó, TNH hoàn thành 107% kế hoạch doanh thu và 94% kế hoạch lợi nhuận năm 2022. Mức tăng trưởng chậm lại trong quý 2 và quý 3 so mức cao của cùng kỳ năm ngoái. Doanh thu quý 4/2022 quay trở lại mức tăng trưởng 2 chữ số chủ yếu do công ty đã điều chỉnh tăng giá dịch vụ từ tháng 8/2022.

Biểu đồ 7. Doanh thu thuần và BLNG của TNH theo quý



Nguồn: TNH, KBSV

Luận điểm đầu tư

1.Ngành y tế - "mảnh đất màu mỡ" với nhiều dư địa phát triển

Tỷ lệ giường bệnh/bệnh nhân tại Việt Nam còn thấp tạo động lực phát triển cho các bệnh viện tư nhân

Bộ Y Tế ước tính chỉ tiêu số giường bệnh/10,000 dân của nước ta đạt 29.5 giường bệnh vào năm 2022. Con số này cao hơn các nước khác như Malaysia (18.6), Philippine (5), Campuchia (8.3), nhưng thấp hơn nhiều nếu so sánh với Úc (37.9), Hàn Quốc (86) và Trung Quốc (42) - theo số liệu WHO. Tỷ lệ giường bệnh/bệnh nhân tại Việt Nam còn tương đối thấp cho thấy cơ sở vật chất khám chữa bệnh tại Việt Nam vẫn chưa đáp ứng được nhu cầu của người dân, đặc biệt là bệnh viện tuyến địa phương. Điều này sẽ tạo điều kiện cho các bệnh viện tư nhân nói chung và TNH nói riêng có cơ hội phát triển để giảm bớt áp lực quá tải tại các bệnh viện tuyến Trung Ương.

Nhu cầu khám chữa bệnh tăng mạnh khi người dân nâng cao nhận thức về vấn đề sức khoẻ

Chúng tôi đánh giá xu hướng chú trọng sức khoẻ của người dân đang được nâng cao, đặc biệt là sau đại dịch COVID-19. Tổng chi tiêu y tế của Việt Nam từ 2017-2021 tăng từ 16.1 tỷ USD lên 20 tỷ USD (theo BMI) và dự kiến sẽ tăng lên mức 23.3 tỷ USD vào năm 2025. Số lượt đến bệnh viện KCB trung bình của mỗi người dân Việt Nam đã tăng từ 1.89 lượt/năm trong năm 2010 lên 2.95 lượt/năm trong năm 2020 (theo Bộ Y tế). Đối với địa bàn tỉnh Thái Nguyên, nhu cầu khám chữa bệnh trong những năm qua tương đối lớn do tỉnh thành này có dân số xếp thứ 8 ở miền Bắc. Do vậy, dư địa vẫn còn rất lớn để các cơ sở y tế cung cấp dịch vụ.

Các bệnh viện của TNH được đặt ở vị trí thuận lợi

Cơ sở bệnh viện Quốc tế Thái Nguyên nằm ngay tại trung tâm thành phố Thái Nguyên, gần ngay Bệnh viện TW tỉnh Thái Nguyên. Chúng tôi đánh giá vị trí địa lý này không tạo ra áp lực cạnh tranh lớn mà còn tận dụng cơ hội thu hút được bệnh nhân chuyển từ bệnh viện TW sang do bệnh viện TW thường phải điều trị các ca bệnh nặng, nằm viện dài ngày dẫn đến tình trạng số lượng giường bệnh không đủ để đáp ứng. Các bệnh nhân có tình trạng nhẹ hơn sẽ có xu hướng chuyển sang bệnh viện tư để được khám dịch vụ nhanh hơn mà vẫn có thể sử dụng BHYT. Với thế mạnh về chất lượng dịch vụ cùng đội ngũ y bác sĩ có trình độ cao, bệnh viện Quốc tế Thái Nguyên không chỉ khám chữa bệnh cho người dân địa phương mà còn thu hút được người khám chữa bệnh ở các tỉnh thành lân cận như Bắc Cạn, Cao Bằng, Hà Giang, Tuyên Quang…

Bệnh viện đa khoa Yên Bình ngay tại khu công nghiệp Yên Bình – nơi toạ lạc nhà máy lớn của tập đoàn Samsung và các doanh nghiệp FDI đang hoạt động với số lượng lao động rất lớn mang lại nguồn thu lớn cho bệnh viện thông qua dịch vụ khám sức khoẻ hàng năm. Ước tính lực lượng lao động tại khu công nghiệp này khoảng 80,000-90,000 người với mức bình quân 1-3 lượt khám/năm. Dù mới hoạt động từ cuối năm 2019, Bệnh viện ĐK Yên Bình GĐ I thường xuyên trong tình trạng quá tải so với quy mô 150 giường bệnh. Nhận thấy nhu cầu lớn, TNH cũng có kế hoạch mở rộng quy mô hoạt động của Bệnh viên ĐK Yên Bình giai đoạn II.

2. Các dự án mới đi vào hoạt động là động lực tăng trưởng chính của TNH

Hiện nay 2 bệnh viện đang hoạt động của TNH đã hoạt động vượt công suất, công ty có kế hoạch mở rộng hoạt động kinh doanh sang các tỉnh lân cận ở khu vực Đông Bắc Bộ và xây dựng thêm các bệnh viện chuyên khoa, thay vì chỉ có bệnh viện đa khoa (BVĐK) như trước đây. Dự kiến khi các dự án đi vào hoạt động sẽ trở thành động lực tăng trưởng mạnh mẽ cho TNH.

Công ty đang thực hiện 5 dự án xây bệnh viên, có kế hoạch triển khai từng dự án cho đến năm 2025

Tính đến hiện tại, TNH đang thực hiện 5 dự án xây dựng các bệnh viện với kế hoạch triển khai trong giai đoạn 2021-2025, gồm: BVĐK TNH Việt Yên (Bắc Giang), BVĐK TNH Lạng Sơn, Bệnh viện phụ sản Thái Nguyên, Bệnh viện mắt Thái Nguyên và dự án mở rộng BVĐK Yên Bình giai đoạn 2.

Bảng 2. Các dự án xây dựng bệnh viện của TNH

STT	Dự án	Vốn đầu tư	Quy mô dự án	Tiến độ thực hiện	Đánh giá của KBSV
1	Bệnh viện đa khoa TNH Việt Yên	618 tỷ	300 giường bệnh	Dự án đã xin giấy phép xây dựng và bắt đầu khởi công từ tháng 2/2023	Bệnh viện được đặt tại KCN Vân Trung - KCN lớn nhất tỉnh Bắc Giang nơi tập trung lượng dân cư đông đúc, trong khi mạt độ bênh viện tại đây còn khá thưa (chỉ có 2 bệnh viện lớn). Mô hình bệnh viện này khá tương đồng với bệnh viện ĐK Yên Bình
2	Bệnh viện đa khoa TNH Lạng Sơn	570 tỷ (dự kiến)	300 giường bệnh	Dự án thực hiện theo 2 giai đoạn từ 2023 đến 2027, đang xin giấy phép xây dựng	Đây là dự án công ty mới trúng thầu đất cuối năm 2022. Nằm ở vị trí trung tâm của thành phố Lạng Sơn, gần với 3 bệnh viện lớn là Bệnh viện ĐK tỉnh Lạng Sơn, bệnh viện y học cổ truyền Lạng Sơn và bệnh viện phổi Lạng Sơn. Dự kiến sẽ tương đồng với mô hình Bệnh viện Quốc tế Thái Nguyên. Chúng tôi kỳ vọng công ty có thể xin được giấy phép xây dựng cuối năm 2023 và sẽ bắt đầu thi công từ năm 2024
3	Bệnh viện phụ sản Thái Nguyên	165 tỷ	100 giường bệnh	Dự kiến ban đầu là xây dựng trên quỹ đất còn lại của Bệnh viện Quốc tế Thái Nguyên, nhưng hiện tại công ty có kế hoạch chuyển sang địa điểm khác trong nội thành phố và sẽ tiếp tục triển khai dự án này	Công ty đang xin UBND tỉnh Thái Nguyên chấp thuận địa điểm xây dựng dự án
4	Bệnh viện mắt Thái Nguyên	330 tỷ	100 giường bệnh	Công ty đang quy hoạch lại dự án, dự án đã sẵn sàng đi vào hoạt động nhưng vẫn đang vướng vấn đề xin giấy phép chuyển đổi	KBSV kỳ vọng bệnh viện sẽ được cấp giấy phép trong năm 2023
5	Bệnh viện đa khoa Yên Bình giai đoạn 2	228 tỷ	Nâng 150 lên 300 giường bệnh	Hiện BVĐK Yên Bình I vẫn đáp ứng đủ nhu cầu nên chưa ưu tiên làm gấp dự án này.	Công suất tối đa dự kiến của BVDKYB 350-400 giường. Việc mở rộng dự án này dự kiến thực hiện năm 2025

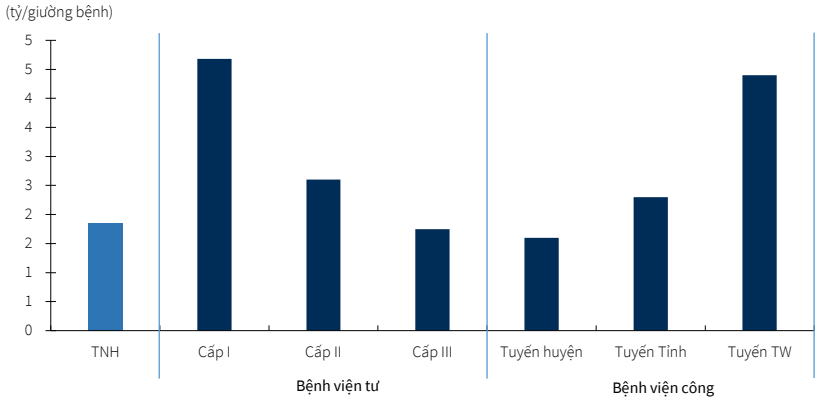
Nguồn: TNH, KBSV

Ngoài các dự án trên, BLĐ cho biết công ty cũng có kế hoạch xây dựng mô hình bệnh viện tư nhân tại các tỉnh, thành phố lớn. Mô hình này là phiên bản nâng cấp so với các bệnh viện hiện tại, chất lượng cao cấp và hướng đến khách hàng mục tiêu là tầng lớp trung lưu, phù hợp với đặc tính dân cư tại các thành phố lớn và để bù đắp suất đầu tư ban đầu lớn hơn.

Suất đầu tư ban đầu thấp giúp TNH có lợi thế cạnh tranh trong linh hoạt giá dịch vụ

Trung bình suất đầu tư cho các dự án xây bệnh viện của TNH khoảng 1.8-1.9 tỷ/giường bệnh, đây là mức tương đối thấp so với các bệnh viện công lập và bệnh viện tư cùng tuyến. Điều này mang lại lợi thế cho TNH khi có khả năng cung cấp giá dịch vụ cạnh tranh hơn, thời gian hoàn vốn dự án nhanh hơn. Trung bình các dự án của TNH có thời gian hoàn vốn từ 5-6 năm với dự án quy mô 300 giường, 3-4 năm với dự án quy mô nhỏ hơn.

Biểu đồ 8. Suất đầu tư ban đầu của TNH so với các bệnh viện



Nguồn: Quyết định phê duyệt đầu tư, KBSV

3. Sở hữu nguồn nhân lực chất lượng cao là lợi thế trọng yếu của bệnh viện

Tình trạng thiếu nguồn nhân lực y tế tại Việt Nam và làn sóng chuyển dịch từ "công sang tư"

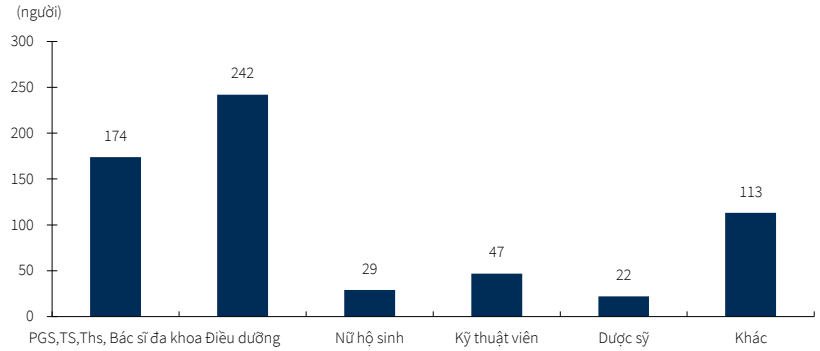
Bộ Y Tế cho biết năm 2022 Việt Nam có 10 bác sĩ/10000 dân, trong khi đó tỷ lệ này ở Úc là 36, Pháp là 34, Trung Quốc là 22. Theo khảo sát của Hiệp hội Bệnh viện tư nhân Việt Nam, lương bình quân của bác sĩ, điều dưỡng bệnh viện công thường thấp hơn 30-40% so với bệnh viện tư. Điều này tạo ra xu hướng dịch chuyển "từ công sang tư", nhất là sau khi các bệnh viện công bắt đầu tự chủ về tài chính và buộc phải cắt giảm ngân sách để duy trì hoạt động. TNH đã và đang thu hút nguồn nhân lực lớn, chất lượng từ các bệnh viên công tuyến trên nhờ chế đãi ngộ tốt.

Chiến lược chú trọng đào tạo nhân sự từ sớm là bước đệm cho sự mở rộng quy mô hoạt động sau này

Nhận thấy tầm quan trọng của nguồn nhân lực trong ngành y tế, TNH luôn có sự chuẩn bị kỹ lưỡng cho đội ngũ y bác sĩ. Nhờ vậy, 2 cơ sở bệnh viện tại Thái Nguyên không bị xảy ra tình trạng thiếu hụt nhân sự. BLĐ cho biết để chuẩn bị cho các bệnh viện mới sắp đi vào hoạt động, TNH đã và đang tuyển dụng lượng lớn đội ngũ y bác sĩ và đưa về cơ sở Thái Nguyên để đào tạo, sẵn sàng phục vụ ngay khi các dự án hoàn thành xong. Chúng tôi đánh giá chiến lược này sẽ sẽ hạn chế rủi ro xảy ra tình thiếu hụt nhân sự trầm trọng như một số bệnh viện tại các tỉnh thành lớn.

Ngoài ra, công ty cũng hợp tác với hơn 40 giáo sư, tiến sĩ, bác sĩ của các bệnh viện tuyến trung ương ở Hà Nội thường xuyên tham gia khám bệnh, hội chẩn khám bệnh và phẫu thuật những ca phức tạp. Bên cạnh đó, bệnh viện cũng liên kết với các bệnh viện Hàn Quốc, Thái Lan, Canada nhằm nâng cao công tác chuyên môn và góp phần đưa những kỹ thuật y học tiên tiến trên thế giới đến với người bệnh tại Việt Nam.

Biểu đồ 9. Đội ngũ nhân viên y tế của TNH năm 2021



Nguồn: TNH, KBSV

Dự phóng kết quả kinh doanh

Dự phóng kết quả kinh doanh

Năm 2023, dự kiến doanh thu của TNH sẽ đạt 493 tỷ đồng (+6.5% YoY), LNST đạt 151 tỷ đồng (+7.2% YoY). Mức tăng trưởng một chữ số này chủ yếu đến từ việc chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ có thêm 1 đợt điều chỉnh giá dịch vụ KCB thêm 5-7% so với cùng kỳ. Các bệnh viện hiện tại sẽ tiếp tục hoạt động hết công suất trong khi chờ các bệnh viện mới đi vào hoạt động.

Năm 2024, chúng tôi kỳ vọng Bệnh viện Việt Yên (Bắc Giang) và Bệnh viện Phụ sản TNH Thái Nguyên sẽ chính thức đi vào hoạt động, thúc đẩy tăng trưởng cho TNH. Các bệnh viện mới sẽ hoạt động 30-40% công suất trong năm đầu vận hành và sẽ dần nâng công suất trong các năm tiếp theo. Theo đó, mức DTT và LNST của TNH cho năm 2024 lần lượt 671 tỷ đồng (+36% YoY) và 195 tỷ đồng (+29% YoY). Chúng tôi cũng lưu ý khi Bệnh viện Phụ sản đi vào hoạt động có thể tác động nhẹ đến KQKD của Bệnh viện Quốc tế Thái Nguyên từ ảnh hưởng của hiệu ứng Cannibalize* do 2 bệnh viện này cùng nằm trong 1 khuôn viên của TNH.

Từ 2024-2027, chúng tôi ước tính KQKD của TNH vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng 20-40% do công ty có các dự án gối đầu và sẽ lần lượt đi vào hoạt động qua từng năm như đã đề cập ở phần trên.

Biên lợi nhuận gộp duy trì ổn định

BLNG kỳ vọng duy trì mức ổn định 39%-40% như giai đoạn trước dịch, thấp hơn so với năm 2021 và 2022 do công ty không còn được hưởng lợi từ các dịch vụ xét nghiệm PCR, Test nhanh kháng nguyên COVID-19 (nhóm dịch vụ có biên gộp cao). Việc điều chỉnh tăng giá dịch vụ hàng năm có thể giúp công ty cải thiện biên gộp nhưng mức độ cải thiện sẽ không quá lớn do việc tăng giá có thể ảnh hưởng đến lượt KCB trong ngắn hạn. Chi phí quản lý doanh nghiệp tăng nhẹ trong giai đoạn 2023-2025 khi các dự án bệnh viện mới đi vào hoạt động cần tuyển dụng lượng lớn cán bộ công nhân viên.

* Hiệu ứng Cannibalize: mở thêm chi nhánh hoạt động mới làm Khách hàng dịch chuyển từ chi nhánh cũ sang

Bảng 3. Dự phóng KQKD 2023-2027

	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	**493**	**671**	**932**	**1,175**	**1,300**
Tăng trưởng (YoY)	6%	36%	39%	26%	11%
Doanh thu theo bệnh viện					
Bệnh viện đa khoa Quốc tế Thái Nguyên	*330*	*323*	*361*	*376*	*388*
Bệnh viện đa khoa Yên Bình Thái Nguyên	*163*	*171*	*179*	*227*	*246*
Bệnh viện đa khoa TNH Việt Yên	*-*	*100*	*168*	*206*	*228*
Bệnh viện phụ sản TNH Thái Nguyên	*-*	*77*	*93*	*114*	*129*
Bệnh viện đa khoa TNH Lạng Sơn	*-*	*-*	*130*	*208*	*251*
Bệnh viện mắt Thái Nguyên	*-*	*-*	*-*	*43*	*59*
Chi phí quản lý doanh nghiệp	**(26)**	**(37)**	**(53)**	**(65)**	**(73)**
LNST	**151**	**195**	**282**	**377**	**418**
Tăng trưởng (YoY)	7%	29%	45%	34%	11%

Nguồn: KBSV

Định giá

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu: 42,000 VNĐ/cp

Chúng tôi kết hợp hai phương pháp định giá DCF và so sánh P/E (phân bổ tỷ trọng 50-50 cho mỗi phương pháp) để định giá cổ phiếu TNH. Với phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF, chúng tôi áp dụng WACC là 8.08%. Đối với phương pháp P/E, chúng tôi áp dụng P/E mục tiêu năm 2023 ở mức thận trọng là 15,0x phản ánh mức tăng trưởng chững lại trong ngắn hạn khi các dự án mới chưa vận hành trong năm nay.

Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu TNH, giá mục tiêu 42,000 VNĐ/cp, cao hơn 16% so với giá đóng cửa ngày 14/03/2022.

Bảng 4. Tổng hợp kết quả định giá

Phương pháp	Tỉ trọng	Kết quả định giá
DCF	50%	39,068
So sánh P/E	50%	45,022
Tổng hợp	100%	42,000

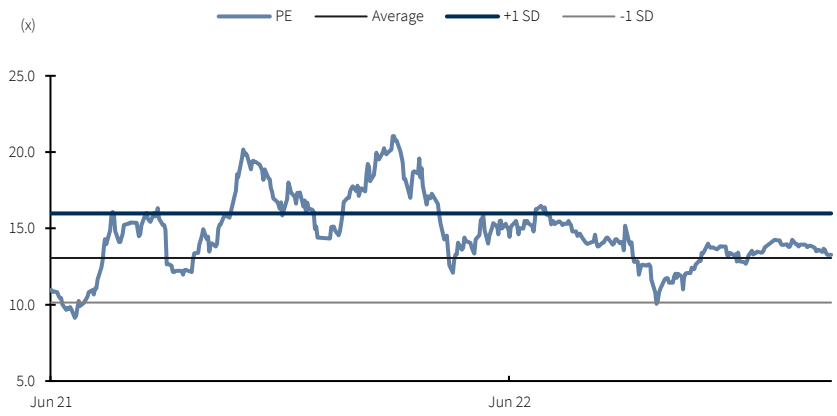
Nguồn: KBSV

Bảng 5. Giả định của mô hình DCF

Giả định của mô hình DCF	
WACC	8.08%
Lãi suất phi rủi ro	5.00%
Phần bù rủi ro	8.08%
Beta	0.5
Chi phí vốn	9.04%
Chi phí nợ vay	8.5%
VCSH/ (VCSH+Nợ)	60%

Nguồn: KBSV

Biểu đồ 10. Lịch sử P/E của TNH



Nguồn: TNH, KBSV

Rủi ro

Lãi suất huy động thực hiện các dự án cao, giảm tỷ suất lợi nhuận

Như đã đề cập ở phần trên, để thực hiện các dự án xây dựng bệnh viện, bên cạnh sử dụng vốn từ việc phát hành thêm, TNH sẽ vay nợ tài chính từ các tổ chức tín dụng. Trong bối cảnh hiện tại, mặc dù lãi suất đã có dấu hiệu hạ nhiệt xong vẫn ở mức cao so với giai đoạn trước. Chúng tôi cho rằng TNH có thể sẽ chịu áp lực chi phí tài chính tăng mạnh khi công ty phải vay nợ, dù tỷ trọng vay nợ của TNH không quá cao.

Tiến độ thực hiện các dự án bị chậm lại so với kế hoạch, không huy động đủ nguồn nhân lực để vận hành các bệnh viện mới

Đối với ngành y tế, việc xin giấy phép xây dựng hay giấy phép hoạt động thường khó khăn và mất nhiều thời gian. Đây cũng là rủi ro tiềm ẩn cho TNH nếu không xin kịp giấy phép theo đúng tiến độ sẽ ảnh hưởng đến kế hoạch các dự án cũng như dự phóng của chúng tôi.

Mặc dù đã có kế hoạch dài hạn trong việc đào tạo và xây dựng đội ngũ y bác sĩ lớn mạnh, TNH có thể sẽ vẫn phải đối mặt với tình trạng thiếu hụt nhân sự do công ty sẽ có thêm 3-4 bệnh viện mới đi vào hoạt động trong tương lai. Đồng nghĩa với việc quy mô nhân sự sẽ tăng gấp nhiều lần so với hiện tại.

Rủi ro cạnh tranh với các bệnh viện cùng khu vực

Mở thêm nhiều bệnh viện trong cùng một khu vực Thái Nguyên có thể phát sinh rủi ro bệnh viện giành thị phần của nhau làm giảm tỷ lệ lấp đầy chung của TNH. Ngoài ra, bệnh viện đa khoa tại Lạng Sơn nằm ở vị trí trung tâm với xung quanh là 3 bệnh viện lớn của tỉnh sẽ tạo áp lực cạnh tranh tương đối lớn cho TNH tại địa phương này.

PHỤ LỤC: DỰ PHÓNG KQKD TNH

Báo cáo Kết quả HĐKD

(Tỷ VND)	2022A	2023A	2024E	2025E
Doanh thu thuần	463	493	671	932
Giá vốn hàng bán	-253	-296	-409	-571
Lãi gộp	210	197	262	361
Doanh thu tài chính	0	0	0	0
Chi phí tài chính	-37	-39	-57	-61
Gồm: Chi phí lãi vay	-36	-48	-56	-59
Lãi/(lỗ) liên doanh	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý DN	-28	-26	-37	-53
Lãi/(lỗ) từ HĐ kinh doanh	146	132	168	247
Lãi/(lỗ) khác	0	52	70	97
Lãi/(lỗ) trước thuế	145	184	238	344
Thuế doanh nghiệp	-4	-33	-43	-62
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	141	151	195	282
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận sau CĐTS	141	151	195	282

Chỉ số hoạt động

(%)	2022A	2023A	2024E	2025E
Tăng trưởng doanh thu	12%	6%	36%	39%
Tăng trưởng EBIT	-4%	22%	32%	38%
Tăng trưởng EBITDA	1%	16%	32%	36%
Tăng trưởng LN sau CĐTS	-1%	7%	29%	45%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	45%	40%	39%	39%
Tỷ suất EBITDA	48%	52%	51%	50%
Tỷ suất EBIT	39%	45%	44%	43%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	39%	45%	44%	43%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	30%	31%	29%	30%

Lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VND)	2022A	2023A	2024E	2025E
Lãi trước thuế	145	184	238	344
Khấu hao TSCĐ	42	41	35	47
(Lãi)/lỗ từ HĐ đầu tư	0	0	0	0
Thay đổi vốn lưu động	11	25	-2	21
(T)/G phải thu	7	-5	-8	-11
(T)/G hàng tồn kho	-3	-1	-11	-3
(T)/G TS ngắn hạn khác	0	0	0	1
(T)/G khoản phải trả	-4	13	5	17
(T)/G chi phí trả trước	11	18	12	17
(T)/G nợ ngắn hạn khác	0	0	0	0
Điều chỉnh khác HĐKD	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền HĐKD	192	191	297	336
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0
Đầu tư tài sản cố định	-203	-122	-167	-740
Bất động sản đầu tư	0	0	0	1
Đầu tư vào công ty con	-96	0	0	0
Tài sản khác	0	0	0	1
Điều chỉnh khác HĐĐT	75	0	-95	367
Lưu chuyển tiền HĐ đầu tư	-225	-122	-262	-373
Thu các khoản đi vay	402	72	420	596
Trả các khoản đi vay	-430	-23	-474	-618
Nợ phải trả khác	0	0	0	0
T/(G) vốn CSH	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	0	0	0	0
Điều chỉnh khác HĐTC	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền HĐ tài chính	-27	48	-53	-22
Lưu chuyển tiền trong kỳ	-60	118	-18	-59
Tiền đầu kỳ	134	74	192	174
Tiền cuối kỳ	74	192	174	115

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VND)	2022A	2023A	2024E	2025E
Tổng tài sản	1,394	1,665	2,295	2,559
Tài sản ngắn hạn	192	397	468	406
Tiền & tương đương tiền	74	192	174	115
Đầu tư ngắn hạn	0	62	87	14
Khoản phải thu	16	21	29	40
Hàng tồn kho	15	15	26	29
Tài sản ngắn hạn khác	88	107	152	207
Tài sản dài hạn	1,202	1,268	1,827	2,153
Khoản phải thu dài hạn	0	0	0	0
Tài sản cố định	954	1,025	1,506	1,788
BĐS đầu tư	36	36	85	85
Tài sản dở dang dài hạn	60	53	44	32
Đầu tư dài hạn	96	83	113	156
Lợi thế thương mại	0	0	0	1
Tài sản dài hạn khác	56	71	79	92
Nợ phải trả	473	709	725	762
Nợ ngắn hạn	284	448	411	385
Phải trả người bán	15	28	33	50
KH trả tiền trước	0	0	0	0
Vay ngắn hạn	259	405	358	307
Khoản dự trữ đặc biệt	0	0	0	1
Nợ ngắn hạn khác	10	14	20	27
Nợ dài hạn	189	261	314	377
Khoản phải trả dài hạn	0	0	0	1
Vay dài hạn	182	251	299	357
Nợ dài hạn khác	7	11	15	21
Vốn chủ sở hữu	921	955	1,569	1,820
Vốn góp	519	519	959	959
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lãi chưa phân phối	403	437	610	862
Vốn và quỹ khác	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Tổng nợ & vốn	1,394	1,664	2,294	2,583

Chỉ số chính

(x, %, VND)	2022A	2023A	2024E	2025E
Chỉ số định giá				
P/E	12.8	12.4	9.6	6.6
P/E pha loãng	12.8	12.4	9.6	6.6
P/B	2.0	2.0	1.2	1.0
P/S	3.9	3.8	2.8	2.0
EV/EBITDA	10	9	7	4
EV/EBIT	12	11	8	5
Lãi cơ bản/cp (EPS)	2,720	2,905	3,758	5,444
Cổ tức/cp (DPS)	0	0	0	0
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0%	40%	40%	140%
Chỉ số khả năng sinh lời				
ROE	15%	16%	15%	17%
ROA	10%	10%	10%	12%
ROIC	10%	9%	9%	11%
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ phải trả/Vốn CSH	0.5	0.7	0.5	0.4
TS thanh toán hiện thời	0.7	0.9	1.1	1.1
TS khả năng trả lãi vay	5.0	5.8	5.3	6.8
Chỉ số hoạt động				
Hệ số vòng quay tài sản	0.3	0.3	0.3	0.4
Hệ số vòng quay phải thu	29	27	27	27
Hệ số vòng quay HTK	17.3	19.7	19.7	20.7
Hệ số vòng quay phải trả	13.8	13.8	13.8	13.8

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc Khối Phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Khối Phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu – Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp
hieudd@kbsec.com.vn

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Chuyên viên phân tích cao cấp
tungna@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy – Chuyên viên phân tích
huynd1@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyennd1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Dầu khí & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

Lê Hạnh Quyên – Chuyên viên phân tích
quyenlh@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Hóa chất

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích
congth@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Thủy sản & Dệt may

Trần Thị Phương Anh – Chuyên viên phân tích
anhttp@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:
Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:
Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:
Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:
Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ
Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656
Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276
Email: ccc@kbsec.com.vn
Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu
(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành
(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.