

KÉM KHẢ QUAN - Giá mục tiêu 1 năm: 33.200 Đồng/cp

Giá cổ phiếu (Ngày 05/12/2022): 35.500 Đồng/cp

Đặng Trần Minh

minhdt1@ssi.com.vn

+84 – 24 3936 6321 ext. 8671

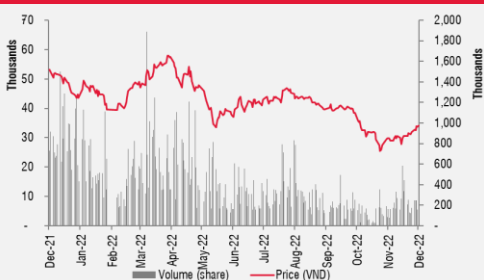
Ngày 06/12/2022

NGÀNH DƯỢC PHẨM - Y TẾ

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD):	72
Giá trị vốn hoá (tỷ VND):	1.774
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	52
Giá Cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	59,3/25,4
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	184.546
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	0,25
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	6,00
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	40,62
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Thông tin cơ bản về công ty

Bệnh viện Quốc tế Thái Nguyên (TNH) là một bệnh viện tư nhân tại tỉnh Thái Nguyên, được thành lập vào năm 2013. Ban đầu TNH chỉ có một bệnh viện trên địa bàn tỉnh Thái Nguyên, với 150 giường bệnh và 950 dịch vụ y tế. Sau đó, TNH đã mở rộng lên 2 cơ sở bệnh viện, với tổng 600 giường bệnh và 1300 dịch vụ y tế trong năm 2021. TNH hiện đang hướng tới các dịch vụ y tế chuyên khoa về phụ sản (chăm sóc thai phụ), nhân khoa (chẩn đoán/điều trị mắt) và phẫu thuật/thủ thuật, đồng thời mở rộng hoạt động sang các tỉnh lân cận.

Kê hoạch tăng trưởng bị trì hoãn khi công suất bệnh viện gần đạt mức tối đa

- Trong quý 3 năm 2022, doanh thu tăng trưởng 5% so với cùng kỳ nhờ việc tăng giá dịch vụ kể từ cuối tháng 8. Mặt khác, tỷ suất lợi nhuận ròng giảm đáng kể xuống 33% so với mức 48% của quý 3 năm 2021 (mức tỷ suất lợi nhuận ròng cao bất thường), nhưng không thấp hơn tỷ suất lợi nhuận ròng trong quá khứ (khoảng 30-38%). Theo ban lãnh đạo, lợi nhuận thấp hơn là do chi phí nguyên vật liệu và chi phí nhân viên cao hơn. Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ tăng trong quý 4 nhờ có giá dịch vụ cao hơn.
- Về dài hạn, năm nay TNH chưa hoàn thành mục tiêu họ đã đề ra là khởi công ít nhất 2 bệnh viện mới, cũng như phát hành cổ phiếu mới để tài trợ cho các dự án này. Đối với các bệnh viện hiện tại: bệnh viện Quốc tế Thái Nguyên gần đạt công suất tối đa, trong khi bệnh viện Yên Bình chỉ tăng trưởng với tốc độ khiêm tốn. Như vậy trong 2023, TNH sẽ phải ưu tiên tập trung cho dự án Bệnh viện Đa khoa Việt Yên, tỉnh Bắc Giang, và có thể mất 12-18 tháng để hoàn thành dự án này. Đối với dự án Bệnh viện Mắt và Bệnh viện Phụ Sản tỉnh Thái Nguyên, ban lãnh đạo đã đề xuất sẽ đi vào hoạt động đầu năm 2024, nhưng hiện vẫn còn quá sớm để khẳng định dự án có theo đúng tiến độ đề ra hay không.
- Chúng tôi ước tính doanh thu đạt 447 tỷ đồng (tăng 8% so với cùng kỳ) trong năm 2022 và 476 tỷ đồng (tăng 8% so với cùng kỳ) trong năm 2023. LNST của năm 2022 và 2023 dự báo lần lượt đạt 145 tỷ đồng (tăng 2% so với cùng kỳ) và 129 tỷ đồng (giảm 11% so với cùng kỳ). Tăng trưởng doanh thu được thúc đẩy nhờ khai thác tối đa công suất của các cơ sở hiện tại, trong khi LNST sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực bởi chi phí mở bệnh viện mới. Theo ban lãnh đạo, các bệnh viện sẽ đi vào hoạt động vào năm 2024, nhưng chúng tôi quan ngại về tính khả thi của việc mở cả ba bệnh viện trong vòng một năm. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 1 năm mới cho TNH là **33.200 đồng/cổ phiếu** dựa trên phương pháp DCF và P/E mục tiêu là 15 lần. Với tiềm năng giảm giá là 6%, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với TNH xuống **KÉM KHẢ QUAN**.

Quan điểm ngắn hạn: Chúng tôi dự báo doanh thu quý 4/2022 đạt 105 tỷ (tăng 1% so với cùng kỳ) và LNST đạt 47 tỷ (tăng 45% so với cùng kỳ nhờ chính sách tăng giá), thận trọng hơn so với kế hoạch của ban lãnh đạo.

Yếu tố hỗ trợ tăng giá: nhận giấy phép xây dựng bệnh viện mới, kế hoạch phát hành cổ phiếu thành công.

Rủi ro giảm giá đối với khuyến nghị của chúng tôi: Lãi suất cao, tỷ suất lợi nhuận thấp hơn do kế hoạch mở rộng mạnh mẽ.

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	270	275	336	412	443	476
Tăng trưởng doanh thu thuần	1,2%	2,2%	21,8%	22,9%	7,4%	7,5%
Lợi nhuận gộp	93	108	156	211	214	207
Tỷ suất lợi nhuận gộp	34,5%	39,4%	46,4%	51,1%	48,2%	43,4%
Doanh thu tài chính	0	0	0	0	0	0
Chi phí tài chính	-4	-8	-28	-42	-37	-39
Chi phí bán hàng và quản lý	-3	-6	-15	-22	-27	-29
Thu nhập ròng khác	0	0	0	0	-1	0
LNTT	86	93	112	147	149	140
Lợi nhuận ròng	81	89	109	143	146	129
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-5,7%	9,1%	22,7%	31,0%	2,0%	-11,4%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	30,2%	32,2%	32,5%	34,6%	32,9%	27,1%
EPS (VND)	2.325	2.141	2.626	3.439	2.807	2.488

Nguồn: TNH, SSI Research

Cập nhật kết quả quý 3 năm 2022

Hai bệnh viện của TNH tại tỉnh Thái Nguyên hiện có tổng cộng 1000 giường bệnh. Trong quý 3, hai bệnh viện này đã đón tổng cộng 161 nghìn lượt bệnh nhân đến khám chữa bệnh (tăng 48% so với cùng kỳ). 80% trong đó đến từ cơ sở Thái Nguyên (quy mô khoảng 600 giường), trong khi Bệnh viện Đa khoa Yên Bình (quy mô khoảng 400 giường) chiếm phần còn lại.

Số lượt khám chữa bệnh tại cơ sở Thái Nguyên tăng 17% trong 9 tháng đầu năm 2022. Hiện cơ sở này gần đạt công suất giường bệnh tối đa (khoảng 85-90% theo ước tính của chúng tôi), nên việc duy trì mức tăng trưởng 2 con số sẽ khó khăn hơn. Trong khi đó, Bệnh viện Đa khoa Yên Bình chỉ tăng trưởng với tốc độ khiêm tốn – chỉ 8% trong 9 tháng đầu năm 2022 so với cùng kỳ, con số này cần được theo dõi chặt chẽ hơn trong tương lai (công suất hoạt động của Bệnh viện Yên Bình hiện vào khoảng 40% theo ước tính của chúng tôi). Trong khi chờ đợi doanh thu từ các bệnh viện mới, ban lãnh đạo đang chú trọng vào việc cung cấp các công nghệ/phác đồ điều trị tốt hơn mà qua đó có thể mang lại doanh thu nhiều hơn từ mỗi bệnh nhân. Trong tháng 8, ban giám đốc cũng đã tăng giá khoảng 20% cho một số dịch vụ tại cả 2 cơ sở.

Đối với các dự án mới, HĐQT nhấn mạnh tập trung vào dự án Bệnh viện Đa khoa Việt Yên (tỉnh Bắc Giang) với mục tiêu khởi công càng sớm càng tốt. Sẽ cần thêm thời gian để chính quyền địa phương phê duyệt giấy phép xây dựng, và chúng tôi ước tính đến cuối năm 2024 bệnh viện này mới có thể đưa vào vận hành. Đối với các dự án khác, ban lãnh đạo đã đề xuất thời gian mở cửa vào đầu năm 2024. Tuy nhiên, giấy phép cho cả hai bệnh viện vẫn đang trong quá trình chờ phê duyệt. Bệnh viện Phụ Sản sẽ được đặt tại vị trí tòa nhà cũ của TNH, trong khi Bệnh viện Mắt vẫn đang trong quá trình tìm địa điểm phù hợp.

TNH đã tổ chức ĐHĐCĐ bất thường cho nhà đầu tư vào tháng 10 và phê duyệt các nội dung sau:

- Chi trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 30%;
- Phương án phát hành 25,9 triệu cổ phiếu giá 20.000 đồng/cổ phiếu với tỷ lệ 2:1 cho cổ đông hiện hữu; và
- Phát hành 2,5 triệu cổ phiếu ESOP với giá 10.000 đồng/cổ phiếu.

Trong trường hợp cả ba đợt phát hành được hoàn thành cùng lúc, số lượng cổ phiếu TNH sẽ tăng từ 51,9 triệu lên 95,9 triệu cổ phiếu. Tuy nhiên, kế hoạch chưa được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước phê duyệt, một phần do giấy phép xây dựng bệnh viện vẫn chưa được phê duyệt. Theo ban lãnh đạo, TNH vẫn quyết tâm thực hiện kế hoạch phát hành. Tuy nhiên, họ cũng cho biết sẽ có kế hoạch dự phòng để tài trợ cho các dự án này, thông qua các khoản vay dài hạn mới với lãi suất ưu đãi. Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản hiện tại của TNH là 0,35, điều này giúp mức giá dịch vụ của TNH có ưu thế cạnh tranh từ trước đến nay. Nếu phải vay vốn mới để tài trợ cho các dự án mới, ban lãnh đạo sẽ cần phải quyết định tiếp tục tăng giá hoặc phải chấp nhận mức lợi nhuận thấp hơn trong tương lai.

Trong quý 3/2022, doanh thu đạt 130 tỷ đồng (tăng 5% so với cùng kỳ) trong khi LNST đạt 44 tỷ đồng (giảm 26% so với cùng kỳ). Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm xuống 47%, so với 62% trong quý 3 năm 2021 và 49% trong quý 2 năm 2022. Tuy nhiên, chúng tôi thấy tỷ suất này phù hợp với kết quả trước đó (trong khoảng 40-50%) và quý 3 năm 2021 ghi nhận mức tỷ suất lợi nhuận cao là do có thêm các dịch vụ test Covid với tỷ suất lợi nhuận cao hơn. Trong 9 tháng đầu năm 2022, TNH đã hoàn thành lần lượt 78% và 66% kế hoạch doanh thu và LNST cả năm. Theo ban lãnh đạo, TNH sẽ đạt mục tiêu doanh thu và LNST năm 2022, cụ thể lần lượt đạt 430 tỷ đồng và 150 tỷ đồng.

Dự báo KQKD

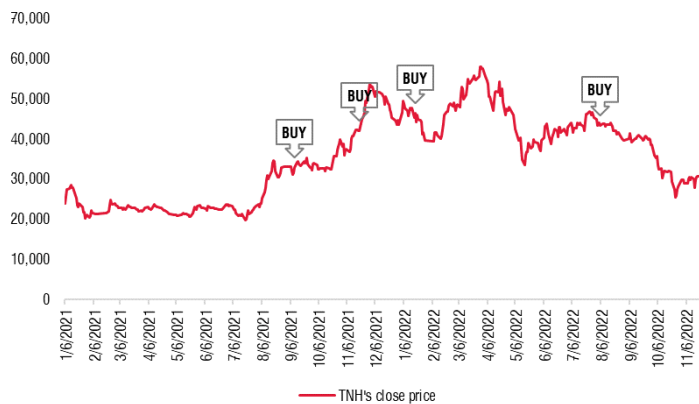
Chúng tôi ước tính doanh thu sẽ đạt 447 tỷ đồng (tăng 8% so với cùng kỳ) trong năm 2022 và 476 tỷ đồng (tăng 8% so với cùng kỳ) trong năm 2023. LNST năm 2022 và 2023 dự kiến lần lượt đạt 145 tỷ đồng (tăng 2% so với cùng kỳ) và 129 tỷ đồng (giảm 11% so với cùng kỳ). Tăng trưởng doanh thu có thể sẽ được thúc đẩy nhờ tối ưu hóa công suất của các cơ sở hiện tại, trong khi LNST có thể sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực bởi chi phí liên quan đến việc chuẩn bị mở bệnh viện mới. Theo ban lãnh đạo, cả ba bệnh viện mới sẽ bắt đầu mang lại doanh thu vào năm 2024, nhưng chúng tôi lo ngại về tính khả thi cũng như chi phí tăng mạnh khi mở cả ba bệnh viện chỉ trong vòng một năm. Giá mục tiêu 1 năm mới của chúng tôi cho TNH là **33.200 đồng/cổ phiếu** dựa trên phương pháp DCF và P/E mục tiêu là 15 lần. Với tiềm năng giảm giá 6%, chúng tôi giảm khuyến nghị đối với TNH xuống **KÉM KHẢ QUAN**

Cập nhật diễn biến ngành

Bộ Y tế đang đề xuất những thay đổi trong Luật Khám chữa bệnh (sửa đổi) để giải quyết những bất cập về pháp lý mà các bệnh viện công đang gặp phải, đặc biệt là vấn đề giá dịch vụ chưa tính đủ và luật đấu thầu chưa rõ ràng để dẫn tới sai phạm. Những điểm bất cập này đã dẫn đến nhiều vấn đề, bao gồm thiếu thiết bị và vật tư y tế, quá tải tuyến bệnh viện công và lương thấp cho nhân viên Y tế.

Chúng tôi cho rằng vấn đề xảy ra tại nhiều bệnh viện công sẽ chưa thể giải quyết ngay trong thời gian tới. Trong khi đó, bệnh viện tư và các cơ sở chăm sóc sức khỏe tư nhân sẽ được hưởng lợi từ nguồn bệnh nhân và nhân viên Y tế chuyển từ các bệnh viện công sang.

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Vĩ mô

Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô

trinhthv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích Định lượng

Đỗ Nam Tùng

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng

tungdn@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8709

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

Phân tích Ngành Dược phẩm - Y tế

Đặng Trần Minh

Chuyên viên Phân tích cao cấp

minhdt1@ssi.com.vn

SĐT: +84 – 24 3936 6321 ext. 8671

Chiến lược thị trường

Nguyễn Trọng Đình Tâm

Phó Giám đốc Chiến lược Đầu tư

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715