

MUA – Giá mục tiêu 1 năm: 84.000 đồng/cp

Giá hiện tại (ngày 19/11/2021): 52.400 đồng/cp

Nguyễn Lý Thanh Lương

luongnt@ssi.com.vn

+84-28 3636 3688 ext. 3056

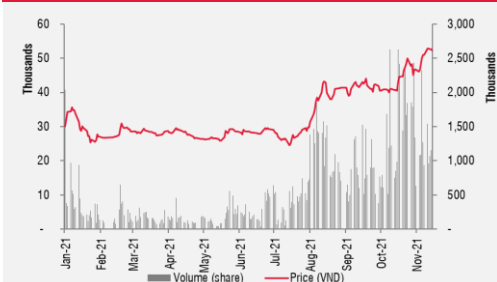
Ngày 19/11/2021

NGÀNH CHĂM SÓC SỨC KHỎE

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa (triệu USD)	96
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	2.175
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	42
Giá cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	53,4/24,5
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	1.164.682
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	2,27
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	51,46
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	19,04
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0

Biên 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.

Lợi nhuận vượt mạnh so với ước tính, với triển vọng tích cực trong năm 2022

Lượng điểm đầu tư: Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị **MUA** mạnh đối với cổ phiếu TNH, với giá mục tiêu điều chỉnh lên **84.000 đồng/cp**, tăng +60% so với giá đóng cửa ngày 19/11. Chúng tôi tiếp tục đánh giá triển vọng tích cực đối với TNH, do lợi nhuận năm nay vượt xa ước tính trước đó của chúng tôi, bất chấp đợt bùng phát dịch Covid-19 trên toàn quốc. Ngoài ra, với khả năng kiểm soát tốt dịch bệnh tại tỉnh Thái Nguyên, tiến độ xây dựng các bệnh viện mới nhanh hơn trong năm 2022 và lượt khám chữa bệnh tăng trưởng ổn định, chúng tôi quyết định nâng ước tính lợi nhuận đối với TNH. Chúng tôi ước tính doanh thu thuần đạt 430 tỷ đồng (+28% so với cùng kỳ) trong năm 2021 và 525 tỷ đồng (+22% so với cùng kỳ) trong năm 2022. Về lợi nhuận ròng, chúng tôi ước tính đạt 152 tỷ đồng (+40% so với cùng kỳ) trong năm 2021 và 180 tỷ đồng (+18% so với cùng kỳ) trong năm 2022.

Chỉ số tài chính	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	270	275	336	430	525
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	81	89	110	153	180
Tăng trưởng lợi nhuận ròng (%)	-6%	+9%	+23%	+40%	+18%
EPS (VND/cp)	2.325	2.141	2.626	3.686	2.812
ROE (%)	20,8%	16,3%	15,6%	19,4%	16,2%
Nợ/VCSH (%)	9,8%	35,5%	40,9%	38,2%	29,6%
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%	0%
P/E(x)	n/a	n/a	n/a	16,0	20,0
P/B(x)	n/a	n/a	n/a	3,6	4,8
EV/EBITDA(x)	n/a	n/a	n/a	18,5	21,2

Nguồn: TNH, SSI Research

Tổng quan 9T2021

(tỷ đồng)	9T2021	9T2020	YoY	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận	
					9T2021	9T2020
Doanh thu gộp	308	234	+32%	73%	100%	100%
Lợi nhuận gộp	162	108	+50%		52,5%	46,0%
EBIT	145	99	+31%		47,1%	42,3%
EBITDA	168	113	+35%		54,5%	48,2%
Lợi nhuận trước thuế	113	81	+39%		36,7%	34,6%
Lợi nhuận ròng	110	80	+38%	79%	35,7%	34,2%

Nguồn: TNH, SSI Research

Doanh thu tiếp tục tăng trưởng mạnh, do ít bị tác động từ các biện pháp giãn cách xã hội. Lũy kế 9T2021, TNH ghi nhận tổng số lượt khám tại bệnh viện đạt 247.000 lượt (+33% so với cùng kỳ), với lượt khám chữa bệnh ngoại trú đạt 222.500 lượt (+36% so với cùng kỳ) và nội trú đạt 24.500 lượt (+18% so với cùng kỳ) bất chấp đợt bùng phát dịch Covid lần thứ 3 và thứ 4. Trong cả bốn đợt dịch, tỉnh Thái Nguyên đã kiểm soát hiệu quả các đợt bùng phát chỉ trong thời gian ngắn, điều này khiến chúng tôi lạc quan hơn về tốc độ tăng trưởng doanh thu của TNH trong năm 2021 và 2022.

Lợi nhuận vượt xa ước tính ban đầu của chúng tôi, với hai đợt tăng giá khám chữa bệnh trong năm 2021 và tăng trưởng cao của nhóm dịch vụ KCB ngoại trú. Năm 2021, TNH đã tăng giá khám chữa bệnh tại cả hai cơ sở Thái Nguyên và Yên Bình vào tháng 2 và tháng 9, với tổng mức tăng khoảng 12% so với cùng kỳ. Trong đó, các dịch vụ ngoại trú như khám sức khỏe định kỳ và xét nghiệm Covid (xét nghiệm nhanh & PCR) có biên lợi nhuận rất tốt nhờ vốn đầu tư thấp và tốc độ quay vòng doanh thu nhanh, đồng thời tăng trưởng cao hơn hẳn so với các dịch vụ khác trong năm 2021. Do đó, đây là những yếu tố góp phần làm tăng biên lợi nhuận gộp của công ty lên 52,5% so với mức 46,0% năm 2020. Biên lợi nhuận ròng của TNH cũng được cải thiện nhưng chậm hơn, do chi phí lãi vay tăng 88% so với cùng kỳ vì phải tăng vay nợ cho nhu cầu vốn lưu động của các bệnh viện mới.

Triển vọng tiếp tục khả quan trong năm 2022

Tiến độ đầu tư của các bệnh viện mới nhanh hơn so với dự báo trước đây của chúng tôi. Trước đây, chúng tôi dự kiến bệnh viện phụ sản và bệnh viện mắt có thể bị chậm tiến độ trong đại dịch Covid và trì hoãn thời gian đi vào hoạt động tới năm 2023. Tuy nhiên, theo cập nhật gần đây từ ban lãnh đạo TNH, tiến độ thi công đã diễn ra nhanh hơn nhiều so với ước tính trước đó, và dự kiến Bệnh viện Phụ sản và Bệnh viện Mắt có thể hoàn thành vào Q2/2022 và Q4/2022. Ngoài ra, công ty đã hoàn thành việc thuê đất tại tỉnh Bắc Giang và có thể khởi công xây dựng bệnh viện Bắc Giang sớm hơn trong năm 2023, giúp thị trường khám chữa bệnh của TNH có thể mở rộng sớm hơn tới 1-2 năm so với kế hoạch trước đó.

Dư nợ sẽ được tái cơ cấu để cải thiện khả năng sinh lời. Hiện tại, nợ dài hạn chiếm 72% tổng nợ vay của TNH, với lãi suất từ 8% đến 11% do hầu hết các khoản vay được thực hiện trước năm 2019 để xây dựng các cơ sở Thái Nguyên và Yên Bình. Do đó, lãi vay bình quân/tổng nợ vay của TNH hiện tại cũng ở mức khá cao 8,6%, mặc dù lãi suất cho vay của ngân hàng đã giảm đáng kể trong thời gian gần đây. Theo ban lãnh đạo TNH, công ty sẽ tiến hành cơ cấu lại nợ vay sau đợt phát hành cổ phiếu sắp tới vào tháng 12/2021, với nguồn vốn phát hành dự kiến sẽ để trả 30% nợ dài hạn trong năm 2022 (tương đương 20% tổng nợ vay), làm giảm khoảng 25% chi phí tài chính và có thể cải thiện biên lợi nhuận ròng thêm 2%. Ngoài ra, TNH cũng cho biết lãi suất của các khoản vay mới từ ngân hàng cũng đang giảm nhanh chóng do xếp hạng tín dụng của bệnh viện được cải thiện.

Giá khám chữa bệnh trung bình sẽ tiếp tục tăng nhờ triển khai thêm các dịch vụ chuyên khoa tại bệnh viện phụ sản và bệnh viện mắt: TNH dự kiến sẽ tiếp tục tăng giá KCB trung bình từ 6 - 8% trong năm 2022, đặc biệt là sau khi bệnh viện phụ sản và bệnh viện mắt đi vào hoạt động. Đổi lại, công ty cũng sẽ phải đối mặt với chi phí tiền lương cao hơn để thuê thêm bác sĩ chuyên khoa, nhưng chúng tôi cho rằng một phần chi phí tăng thêm có

thể được bù đắp nhờ việc tăng giá dịch vụ, giúp duy trì lợi nhuận gộp của TNH ở mức 45% đến 50%, bằng với mức lợi nhuận gộp dự kiến trong năm 2021.

Giải quyết vấn đề sở hữu tại các công ty con: Trước đây, chúng tôi đã thận trọng về khả năng thất thoát doanh thu và khách hàng tại các bệnh viện hiện tại vì TNH sở hữu dưới 50% tại bệnh viện phụ sản và bệnh viện mắt mới. Nhưng công ty gần đây đã thông báo về việc góp vốn thêm để nâng sở hữu tại bệnh viện phụ sản lên 85% và bệnh viện mắt lên 80%, giải quyết những lo ngại chính của chúng tôi đối với hoạt động quản trị của công ty. Đây cũng là dấu hiệu tốt khác để thu hút thêm nhiều nhà đầu tư hơn.

Ước tính lợi nhuận

Với kết quả khả quan trong 9T2021 và triển vọng tốt hơn trong năm 2022, chúng tôi tiến hành điều chỉnh tăng ước tính KQKD của TNH. Chúng tôi hiện ước tính doanh thu thuần của công ty đạt 430 tỷ đồng (+28% so với cùng kỳ) trong năm 2021 và 525 tỷ đồng (+22% so với cùng kỳ) trong năm 2022, nhờ giá khám chữa bệnh trung bình cao hơn và đóng góp mới từ doanh thu của Bệnh viện Phụ sản và Bệnh viện Mắt. Chúng tôi cũng ước tính lợi nhuận ròng đạt 153 tỷ đồng (+40% so với cùng kỳ) trong năm 2021 và 180 tỷ đồng (+18% so với cùng kỳ) trong năm 2022, với biên lợi nhuận ròng ổn định ở mức 35%. Mức dự phóng mới về lợi nhuận ròng cao hơn lần lượt 36% và 50% so với ước tính trước đó của chúng tôi.

Định giá

Với mức giá hiện tại là 52.400 đồng/cp, TNH đang giao dịch với hệ số P/E năm 2022 là 12,3x, thấp hơn 60% so với mức P/E của ngành là 20x. Do đó, với ước tính hiệu quả hoạt động tốt trong năm 2021 và 2022, chúng tôi khuyến nghị **MUA** mạnh cổ phiếu TNH, với giá mục tiêu 1 năm là **84.000 đồng/cp**, sử dụng P/E mục tiêu là 20x – với tiềm năng tăng giá là 60%. Trước áp lực của dịch bệnh đối với hệ thống chăm sóc sức khỏe Việt Nam và nhu cầu về cơ sở vật chất y tế tốt hơn trong tương lai, các nhà đầu tư đang dần quan tâm tới các bệnh viện tư nhân có tăng trưởng cao như TNH. Công ty tiếp tục là cơ hội đầu tư hiếm và hấp dẫn trong ngành chăm sóc sức khỏe đang phát triển nhanh.

KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

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

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Phân tích kỹ thuật

Lương Biện Nhân Quyền

Trưởng phòng Chiến lược Đầu tư

quyenlbn@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Trần Trung Kiên

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng

kientt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhhtk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp

tuntt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715