



TNH: HOSE

CTCP Tập đoàn Bệnh viện TNH

Điều chỉnh giảm dự báo sau KQKD Q3/2024

Giá Mục tiêu

23.000 Đồng

TRUNG LẬP

Ngày báo cáo: 15/11/2024

Giá CP ngày 14/11/2024: 20.700 đồng

% Tăng giá: 11,1%

NGÀNH: Y TẾ & DƯỢC PHẨM

CVPT: Đặng Trần Minh

Email: minhhd1@ssi.com.vn

SĐT: +84-24 3936 6321 ext. 8671

Chỉ tiêu cơ bản

Vốn hóa (tỷ đồng): 2.595

KLGDTB 3 tháng (CP): 632.356

Giá Cao/Thấp nhất 52W: 26,6/16,5

Tỷ lệ SHNN(%): 49,50%

Tỷ lệ sở hữu NN (%): 0,00%

Biến động giá



	3M	YTD	1Y	2Y
VNIndex	-2%	9%	11%	31%
TNH	0%	19%	21%	20%

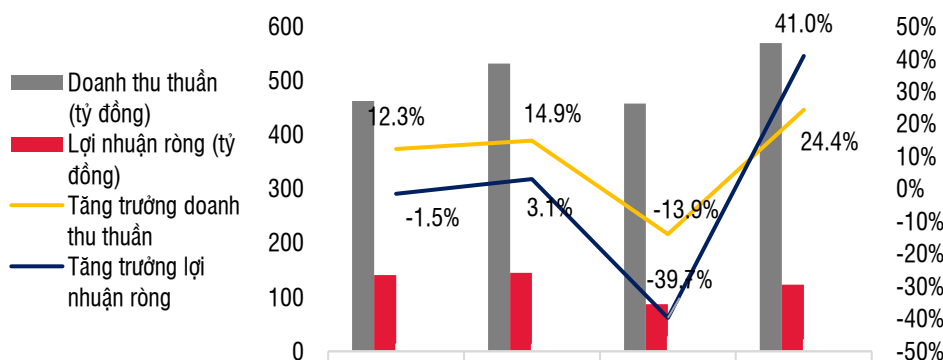
Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty

CTCP Tập đoàn Bệnh viện TNH (trước đây là Bệnh viện Quốc tế Thái Nguyên) 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 bệnh viện, với tổng 600 giường bệnh và hơn 1300 dịch vụ y tế. TNH hiện đang tiếp tục mở rộng các bệnh viện thương hiệu TNH sang các tỉnh lân cận (như Bắc Giang, Lạng Sơn) và các thành phố lớn (Hà Nội, Đà Nẵng), với mục tiêu trở thành chuỗi bệnh viện toàn quốc.

➤ TNH ghi nhận KQKD Q3/2024 thấp hơn kỳ vọng, với doanh thu và lợi nhuận ròng lần lượt giảm còn 110 tỷ đồng (-41% svck) và 9 tỷ đồng (-81% svck), do ảnh hưởng nghiêm trọng của bão lũ trong tháng 9; hoạt động tuyển dụng nhân công tại các khu công nghiệp lân cận chậm lại đã hạn chế lượng khách đến khám; và không có doanh thu từ bất động sản trong quý. **Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 1 năm xuống 23.000 đồng/cổ phiếu (từ 25.100 đồng/cổ phiếu), và duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP đối với TNH, tương đương tiềm năng tăng giá là 11,1%.**

➤ Về dài hạn, chúng tôi dự báo KQKD của TNH sẽ cải thiện nhờ liên tục mở mới bệnh viện. Tuy nhiên, chúng tôi giảm dự báo năm 2024 và 2025 do: KQKD 9 tháng thấp hơn dự kiến, và biên lợi nhuận gộp thấp hơn kỳ vọng do chi phí xây dựng các bệnh viện mới có thể cao hơn dự toán ban đầu.



	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	463	532	458	570
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	141	145	87	123
P/E (x)	12.9	12.3	26.7	21.1
P/B (x)	2.0	1.1	1.4	1.3
Tăng trưởng doanh thu thuần	12.3%	14.9%	-13.9%	24.4%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-1.5%	3.1%	-39.7%	41.0%

Nguồn: TNH, SSI Research

Visit SSI Research on Bloomberg at **RESP SSIV <GO>**

SSI Research Web Portal: <https://www.ssi.com.vn/khach-hang-ca-nhan/bao-cao-cong-ty>

KQKD Q3/2024

Tỷ đồng	3Q24	3Q23	YoY	2024	QoQ	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận			
							3Q24	3Q23	2Q24	2023
Doanh thu thuần	110	186	-41%	130	-15%	62%				
Lợi nhuận gộp	26	66	-60%	54	-51%		23,7%	35,4%	41%	41%
Lợi nhuận hoạt động	14	56	-75%	46	-69%		13,0%	30,2%	35%	35%
EBIT	14	58	-75%	45	-68%		13,1%	31,0%	35%	35%
EBITDA	26	68	-61%	56	-53%		23,9%	36,4%	43%	43%
LNTT	11	53	-80%	42	-75%		9,6%	28,5%	32%	30%
Lợi nhuận ròng	9	45	-80%	39	-76%	42%	8,4%	24,1%	30%	27%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	9	45	-79%	39	-76%		8,4%	24,1%	30%	27%

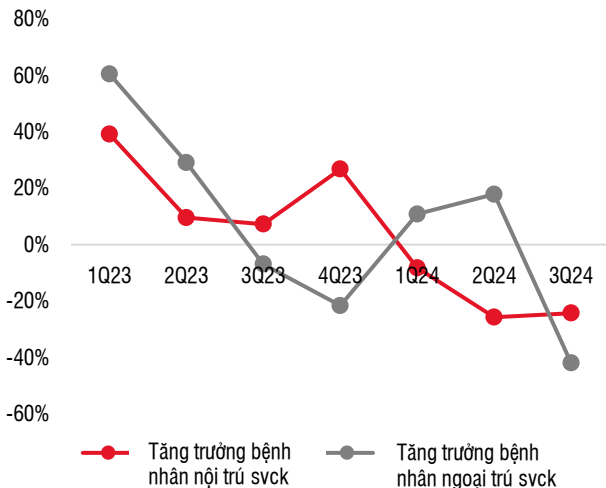
Nguồn: TNH, SSI Research

TNH ghi nhận KQKD Q3/2024 thấp hơn kỳ vọng, với doanh thu và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 110 tỷ đồng (-41% svck) và 9 tỷ đồng (-81% svck). Sau đây là một số điểm chính:

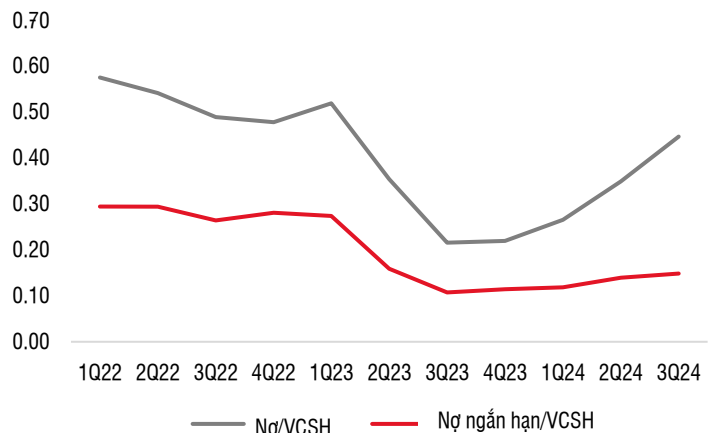
- Quý 3 thường là quý cao điểm của TNH, nhưng lượng khách đến cả 2 bệnh viện tại Thái Nguyên thấp hơn nhiều so với dự kiến do ảnh hưởng của bão và lũ nghiêm trọng trong tháng 9 (xem tại biểu đồ 3 và 4).
- Nhu cầu tại Bệnh viện TNH Yên Bình cũng yếu hơn do hoạt động tuyển dụng nhân công tại các khu công nghiệp lân cận chậm lại đã làm giảm lượng người đến khám (xem tại biểu đồ 4).
- Khác với Q3/2023 khi TNH ghi nhận 54 tỷ đồng từ chuyển nhượng quyền sử dụng đất, TNH không ghi nhận khoản doanh thu bất động sản nào trong Q3/2024.
- Việc chậm mở TNH Việt Yên so với kế hoạch và xây dựng TNH Lạng Sơn đã làm giá vốn hàng bán (COGS) tăng 26% svck. Chi phí quản lý và bán hàng (SG&A) cũng tăng 16% svck.

Biên lợi nhuận ròng thu hẹp còn 8,4%, từ 26,2% trong năm trước. Lũy kế 9 tháng đầu năm 2024, TNH mới chỉ hoàn thành 62% kế hoạch doanh thu năm và 42% kế hoạch LNST của công ty.

Biểu đồ 1. Lượng khách giảm dần...



Biểu đồ 2. ...trong khi vị thế nợ tăng để phục vụ kế hoạch mở rộng



Nguồn: TNH, SSI Research

Các kế hoạch mở rộng và tăng vốn trong thời gian tới:

Từ 6/11, Bệnh viện TNH Việt Yên đã bắt đầu đón nhận khách, dự kiến sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận. TNH đã phải gánh chịu chi phí nhân viên và quản lý cho Bệnh viện Việt Yên từ các quý trước khi chưa mở cửa để phục vụ việc đăng ký giấy phép hoạt động, điều này đã ảnh hưởng đến biên lợi nhuận.

Ngoài ra, TNH đang ưu tiên triển khai mở Trung tâm hỗ trợ sinh sản mới với sức chứa 50 giường, ngay cạnh bệnh viện quốc tế TNH đang hoạt động với công suất cao. Trung tâm sản này dự kiến sẽ mở cửa trong Q2/2025. Trong khi đó, Bệnh viện TNH Lạng Sơn, với công suất 300 giường, dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động vào Q4/2025.

Công ty dự kiến sẽ tổ chức Đại hội đồng cổ đông bất thường vào ngày 20/12, tại cuộc họp, TNH dự kiến sẽ xin sự chấp thuận của cổ đông cho một đợt phát hành riêng lẻ và bổ sung một thành viên hội đồng quản trị mới. Số tiền thu được từ đợt phát hành riêng lẻ này sẽ dùng để tài trợ cho một dự án sắp tới, tuy nhiên chi tiết của dự án này vẫn chưa được công ty công bố. TNH cũng dự kiến sẽ chi trả cổ tức bằng cổ phiếu năm 2023 là 18,8 triệu cổ phiếu (tương đương 15% số cổ phiếu đang lưu hành hiện tại).

Quan điểm của chúng tôi: Điều chỉnh giảm ước tính cho năm 2024 và 2025, tập trung vào tiềm năng tăng trưởng dài hạn

Q3 thường là mùa cao điểm đối với TNH. Tuy nhiên, quý 3 năm nay Công ty đã đối mặt với một số thách thức đáng kể, dẫn đến sự sai lệch đáng kể so với ước tính ban đầu của cả Công ty và SSI Research. Chúng tôi cho rằng KQKD của TNH sẽ được thúc đẩy bởi:

- Bệnh viện mới mở được hưởng lợi từ việc miễn thuế trong 4 năm. Trung tâm sản sắp mở có vị trí thuận lợi, dự kiến sẽ tạo ra biên lợi nhuận cao hơn và sẽ bắt đầu hoạt động vào cuối năm 2025.
- Với 4 bệnh viện dự kiến sẽ hoạt động vào năm 2026, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ trong năm 2026.

Mặc dù có những động lực dài hạn, chúng tôi vẫn điều chỉnh giảm dự báo cho năm 2024 và 2025 do:

- Bão Yagi xảy ra và tạm hoãn việc mở cửa bệnh viện đã ảnh hưởng đến doanh thu năm nay.
- Ngoài ra, chúng tôi hiện dự kiến Bệnh viện TNH Lạng Sơn sẽ bắt đầu tạo ra doanh thu trong năm 2026. Chúng tôi hạ dự báo doanh thu cho bệnh viện TNH Yên Bình.
- Chúng tôi cũng hạ dự báo biên lợi nhuận gộp năm 2025, vì thời gian xây dựng và chi phí liên quan cho Bệnh viện TNH Lạng Sơn có khả năng vượt quá kỳ vọng ban đầu.

Theo đó, chúng tôi hạ giá mục tiêu 1 năm xuống còn **23.000 đồng/cổ phiếu** dựa trên phương pháp DCF (WACC: 10.7%, tỷ lệ tăng trưởng cuối kỳ: 2%) và duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu TNH, với tiềm năng tăng giá là 11,1%.

Yếu tố hỗ trợ ngắn hạn: Kế hoạch phát hành riêng lẻ sắp tới với giá cao có thể hỗ trợ tăng giá cổ phiếu.

Yếu tố hỗ trợ dài hạn: Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận từ năm 2025-2028 sẽ tăng trưởng với CAGR 20% với 4 bệnh viện. Một số dự án trong kế hoạch mà chúng tôi chưa đưa vào dự báo bao gồm bệnh viện TNH Hà Nội và TNH Đà Nẵng, mang lại nguồn doanh thu bổ sung tiềm năng.

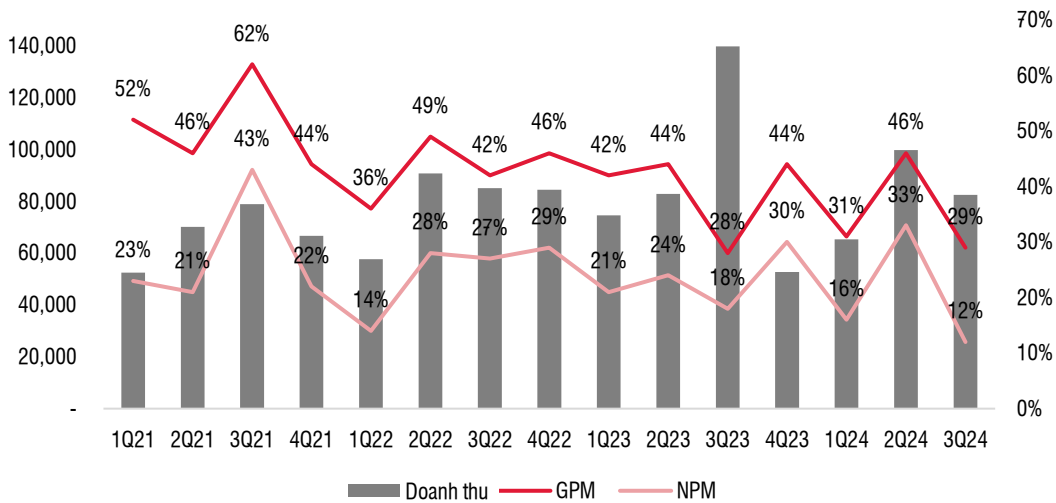
Rủi ro giảm đối với khuyến nghị bao gồm: số lượng bệnh nhân giảm, chi phí đầu vào tăng và cổ phiếu có thể bị pha loãng vì công ty cần huy động vốn để tài trợ cho các dự án mới trong tương lai.

Bảng: Cập nhật dự báo

Tỷ đồng	Ước tính cũ	Ước tính mới
Doanh thu 2024	548	456
LNST 2024	155	90
Doanh thu 2025	667	532
LNST 2025	184	123

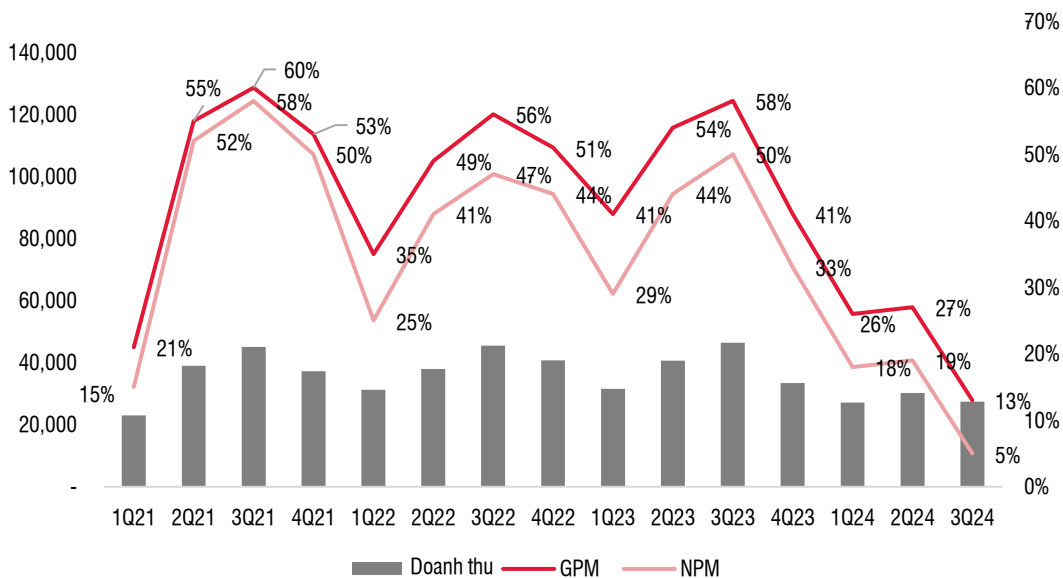
Nguồn: SSI Research

Biểu đồ 3: Kết quả hoạt động của Bệnh viện Quốc tế Thái Nguyên TNH



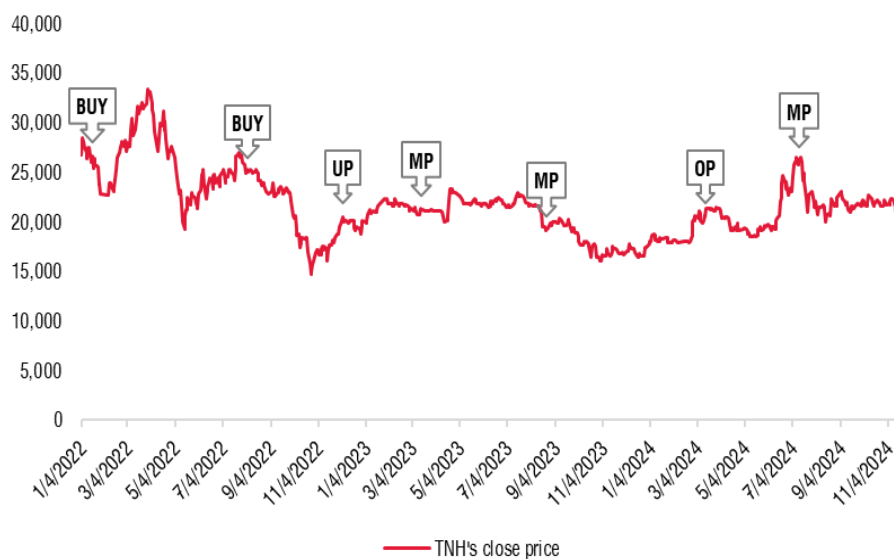
Nguồn: TNH, SSI

Biểu đồ 4: Bệnh viện TNH Yên Bình ghi nhận nhu cầu giảm, ảnh hưởng đến biên lợi nhuận



Nguồn: TNH, SSI

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

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

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	74	201	205	43
+ Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	104	401	161	197
+ Hàng tồn kho	15	15	13	14
+ Tài sản ngắn hạn khác	0	4	7	5
Tổng tài sản ngắn hạn	193	620	386	259
+ Các khoản phải thu dài hạn	0	0	0	0
+ GTCL Tài sản cố định	1.050	1.004	1.658	2.100
+ Bất động sản đầu tư	36	36	35	34
+ Tài sản dài hạn dở dang	6	434	434	434
+ Đầu tư dài hạn	96	10	10	10
+ Tài sản dài hạn khác	14	32	51	41
Tổng tài sản dài hạn	1.201	1.516	2.187	2.619
Tổng tài sản	1.394	2.136	2.574	2.878
+ Nợ ngắn hạn	284	222	220	213
Trong đó: vay ngắn hạn	259	197	192	184
+ Nợ dài hạn	189	185	385	574
Trong đó: vay dài hạn	182	183	383	570
Tổng nợ phải trả	473	407	605	786
+ Vốn góp	519	959	1.254	1.254
+ Thặng dư vốn cổ phần	0	259	115	115
+ Lợi nhuận chưa phân phối	402	396	483	606
+ Quý khác	0	116	117	117
Vốn chủ sở hữu	921	1.729	1.969	2.092
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	1.394	2.136	2.574	2.878
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	206	117	358	162
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-238	-471	-702	-502
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-27	482	347	178
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-60	128	3	-161
Tiền đầu kỳ	134	74	201	205
Tiền cuối kỳ	74	201	205	43
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	0,68	2,79	1,76	1,22
Hệ số thanh toán nhanh	0,62	2,71	1,66	1,13
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,26	0,91	0,93	0,20
Nợ ròng / EBITDA	1,56	1,20	1,70	2,31
Khả năng thanh toán lãi vay	4,88	7,02	6,57	4,60
Ngày phải thu	13,5	9,9	14,5	16,4
Ngày phải trả	26,8	16,2	16,1	14,7
Ngày tồn kho	19,3	17,2	16,6	13,9
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,66	0,81	0,76	0,73
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,34	0,19	0,24	0,27
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,51	0,24	0,31	0,38
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,48	0,22	0,29	0,36
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,28	0,11	0,10	0,09

Nguồn: TNH, SSI dự báo

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	463	532	458	570
Giá vốn hàng bán	-253	-314	-306	-356
Lợi nhuận gộp	210	218	152	214
Doanh thu hoạt động tài chính	0	2	0	0
Chi phí tài chính	-37	-26	-17	-38
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	0	0	-4	-5
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-27	-33	-34	-34
Lợi nhuận từ HĐKD	146	160	96	137
Thu nhập khác	-1	-1	0	-2
Lợi nhuận trước thuế	145	159	96	135
Lợi nhuận ròng	141	145	87	123
Lợi nhuận chia cho cổ đông	141	145	87	123
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Chỉ số tài chính				
EPS cơ bản (VND)	2.710	1.512	775	983
Giá trị sổ sách (VND)	17.750	16.820	14.772	15.755
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	0	0	0	0
EBIT	182	186	113	173
EBITDA	224	228	162	234
Tăng trưởng				
Doanh thu	12,3%	14,9%	-13,9%	24,4%
EBITDA	1,8%	1,7%	-29,1%	44,6%
EBIT	-2,9%	1,9%	-39,0%	52,8%
Lợi nhuận ròng	-1,5%	3,1%	-39,7%	41,0%
Vốn chủ sở hữu	18,0%	87,8%	13,8%	6,3%
Vốn điều lệ	25,0%	84,8%	30,8%	0,0%
Tổng tài sản	8,4%	53,2%	20,5%	11,8%
Định giá				
P/E	12,9	12,3	26,7	21,1
P/B	2,0	1,1	1,4	1,3
Giá/Doanh thu	3,9	2,6	5,1	4,6
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/EBITDA	9,7	8,6	20,5	14,2
EV/Doanh thu	4,7	3,7	7,2	5,8
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	45,4%	41,0%	33,1%	37,5%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	39,5%	34,7%	24,8%	30,7%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	30,4%	27,2%	19,1%	21,6%
CP bán hàng/Doanh thu thuần	0,0%	0,0%	0,8%	0,8%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	5,9%	6,3%	7,5%	6,0%
ROE	16,5%	10,9%	4,7%	6,1%
ROA	10,5%	8,2%	3,7%	4,5%
ROIC	13,6%	9,7%	4,4%	5,8%

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.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

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.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. 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 cao cấp Vĩ mô

trinhttv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích Ngành Y tế & Dược phẩm

Đặng Trần Minh

Chuyên viên Phân tích

minhdt1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8671

Dữ liệu

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8702

Chiến lược thị trường

Hồ Hữu Tuấn Hiếu

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8704

Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 28) 3824 2897 ext. 6737