

**MUA – Giá mục tiêu 1 năm: 51.800 đồng/cp**

**Giá hiện tại: 41.000 đồng/cp**

**Nguyễn Lý Thanh Lương**

[luongnt@ssi.com.vn](mailto:luongnt@ssi.com.vn)

+84-28 3636 3688 ext. 3056

Ngày 13/9/2021

**NGÀNH CHĂM SÓC SỨC KHỎE**

### Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa (triệu USD)	73
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	1.660
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	42
Giá cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	44,5/24,5
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	607.502
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	0.92
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	21.00
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	3.35
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0
Tỷ lệ sở hữu ban lãnh đạo	N.a

### 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.

## BÁO CÁO LẦN ĐẦU

### Định vị thị trường hợp lý và hoạt động hiệu quả trong điều kiện ngành chăm sóc sức khỏe Việt Nam đang phát triển nhanh

**Luận điểm đầu tư:** Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **TNH**, với giá mục tiêu 1 năm là **51.800 đồng/cổ phiếu**, tương đương với tổng mức sinh lời là 26% so với giá đóng cửa ngày 10/9/2021. TNH hiện sở hữu những lợi thế: (1) vị trí hoạt động thuận lợi, bệnh viện có suất đầu tư ban đầu thấp và các chi phí hoạt động được kiểm soát ở mức tốt, (2) tiếp tục mở rộng năng lực khám chữa bệnh sang các dịch vụ y tế chuyên khoa, (3) hưởng lợi từ mức tăng trưởng cao của thị trường chăm sóc sức khỏe Việt Nam trong các năm tới. TNH là một trong số ít bệnh viện niêm yết có mức sinh lời tốt và định giá còn tương đối rẻ, với mức P/E dự phóng thấp hơn 29% so với các công ty cùng ngành trong khu vực.

Chúng tôi ước tính doanh thu thuần của TNH đạt 407 tỷ đồng (+21% YoY) trong năm 2021 và 471 tỷ đồng (+16% YoY) trong năm 2022. Lợi nhuận sau thuế (LNST) ước tính đạt 112 tỷ đồng (+3% YoY) trong năm 2021 và 121 tỷ đồng (+9% YoY) trong năm 2022. Trong 5 năm tiếp theo, chúng tôi ước tính CAGR doanh thu thuần và LNST của TNH lần lượt đạt 22% và 26%. Ước tính này đã dựa trên tác động của dịch Covid-19 ở thời điểm hiện tại và ảnh hưởng của các chính sách giãn cách xã hội đến số lượt khám chữa bệnh tại bệnh viện, đồng thời cũng tính tới kịch bản mở cửa nền kinh tế trong năm 2022 và kế hoạch mở rộng thêm các bệnh viện mới của TNH trong các năm tới.

## MỤC LỤC

<b>1. Thông tin doanh nghiệp</b> .....	<b>3</b>
a. Mô hình kinh doanh .....	3
b. Thành viên HĐQT và Ban lãnh đạo.....	3
<b>2. Quan điểm ngành</b> .....	<b>4</b>
a. Nhu cầu chăm sóc sức khỏe của Việt Nam đang gia tăng nhanh chóng .....	4
b. Các quy định mới trong ngành đang thúc đẩy cạnh tranh lành mạnh hơn giữa bệnh viện công và bệnh viện tư.....	5
c. Các bệnh viện tư nhân dần trở nên quan trọng trong việc cải thiện chất lượng hạ tầng y tế.....	6
<b>3. Luận điểm đầu tư</b> .....	<b>7</b>
a. Vị trí bệnh viện thuận lợi với nhu cầu khám chữa bệnh ổn định và chịu áp lực cạnh tranh thấp .....	7
b. Lợi thế cạnh tranh mạnh từ suất đầu tư ban đầu thấp và giá viện phí rẻ hơn so với mặt bằng chung.....	8
c. Tiếp tục mở rộng sang các thị trường tiềm năng khác và có nhiều khả năng tăng giá viện phí.....	9
d. Cơ hội đầu tư hấp dẫn vì là một trong số ít bệnh viện được niêm yết trong khu vực .....	10
<b>4. Tổng quan Tài chính</b> .....	<b>11</b>
a. Doanh thu tăng mạnh khi các bệnh viện mới đi vào hoạt động và giá các dịch vụ KCB được điều chỉnh tăng .....	11
b. Biên lợi nhuận duy trì ổn định và cao hơn các bệnh viện khác trong cùng phân khúc.....	11
c. Duy trì cơ cấu tài chính và thanh khoản lành mạnh nhờ cân đối giữa nợ vay và VCSH tại các bệnh viện xây dựng mới.....	12
<b>5. Ước tính lợi nhuận</b> .....	<b>13</b>
<b>6. Tóm tắt định giá</b> .....	<b>14</b>
a. Định giá DCF .....	14
b. Các công ty cùng ngành trong khu vực.....	15
<b>7. Rủi ro đầu tư</b> .....	<b>16</b>
<b>KHUYẾN CÁO</b> .....	<b>17</b>
<b>THÔNG TIN LIÊN HỆ</b> .....	<b>17</b>

## 1. Thông tin doanh nghiệp

**Lịch sử hình thành:** 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.

**Cơ cấu cổ đông:** Sau nhiều đợt phát hành cổ phiếu, cơ cấu cổ đông của công ty hiện tương đối phân mảnh, trong đó ban lãnh đạo sở hữu 36% cổ phần, phần còn lại là do các nhà đầu tư nhỏ lẻ và nhân viên bệnh viện nắm giữ. Cổ đông lớn nhất của công ty là Ông Hoàng Tuyên - Chủ tịch HĐQT (12%), Ông Nguyễn Văn Thủy - Phó Giám đốc (6%), Ông Lê Xuân Tân - Giám đốc (7%), Ông Vũ Hồng Minh – thành viên HĐQT (4%) và ông Nguyễn Xuân Đôn – thành viên HĐQT (10%).

### a. Mô hình kinh doanh

Chi phí hoạt động	Cơ sở	Doanh thu
<b>Lương thưởng (45% tổng chi phí hoạt động), cho các nhân viên gồm:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Bác sĩ</li> <li>Y tá</li> <li>Các nhân viên khác</li> </ul> <b>Chi phí thường xuyên (30%):</b> Thuốc, dụng cụ phẫu thuật, vật tư y tế sử dụng 1 lần <b>Khấu hao (15%):</b> Giường, máy móc hoạt động, tòa nhà và các thiết bị liên quan. <b>Khác (10%):</b> Dịch vụ cho thuê, chi phí quản lý...	<b>Bệnh viện Thái Nguyên (bệnh viện chính)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Địa điểm: Lương Ngọc Quyến, Thái Nguyên</li> <li>Bắt đầu hoạt động: Q4/2020</li> <li>Sức chứa: 400 - 500 giường</li> <li>Tỷ lệ lấp đầy: 54%</li> </ul> <b>Bệnh viện Yên Bình</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Địa điểm: Phố Yên, Thái Nguyên</li> <li>Bắt đầu hoạt động: Q4/2019</li> <li>Sức chứa: 200 - 300 giường</li> <li>Tỷ lệ lấp đầy: 48%</li> </ul>	<b>Loại hình điều trị:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Ngoại trú: Chẩn đoán, xét nghiệm máu, sơ cứu &amp; điều trị không nằm lại bệnh viện</li> <li>Nội trú: Các dịch vụ liên quan đến phẫu thuật, chăm sóc đặc biệt và nằm viện dài ngày</li> </ul> <b>Theo tình trạng bảo hiểm của bệnh nhân:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Có bảo hiểm (40%)</li> <li>Không có bảo hiểm (60%)</li> </ul> <b>Theo cơ sở:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Bệnh viện Thái Nguyên (58%)</li> <li>Bệnh viện Yên Bình (42%)</li> </ul>

Nguồn: TNH, SSI Research tổng hợp từ dữ liệu của công ty năm 2020

Hiện tại, phần lớn thu nhập của công ty đến từ cung cấp dịch vụ khám chữa bệnh tại hai bệnh viện: (1) Bệnh viện Thái Nguyên tại phố Lương Ngọc Quyến (thuộc trung tâm tỉnh Thái Nguyên) và (2) Bệnh viện Yên Bình tại thị trấn Phố Yên (gần khu công nghiệp Yên Bình, tỉnh Thái Nguyên nơi tập trung đông công nhân lao động). TNH hiện đang tiếp nhận khoảng 600 - 800 lượt khám chữa bệnh mỗi ngày và có thể tiếp nhận lên đến 1000 - 1200 lượt khám mỗi ngày. Tổng chi phí hoạt động của bệnh viện chiếm khoảng ~ 70% doanh thu, và trong đó 65% chi phí hoạt động là các chi phí cố định (chủ yếu là tiền lương của y tá, bác sĩ và khấu hao). Theo tiêu chí xếp hạng bệnh viện của Bộ Y tế, TNH có thể được xếp hạng tương đương bệnh viện tuyến tỉnh, tuy nhiên ban lãnh đạo TNH quyết định chỉ đăng ký xếp hạng bệnh viện tương đương tuyến huyện để được hưởng mức chi trả lớn hơn từ chương trình BHYT theo quy định hiện hành (sẽ được đề cập trong phần phân tích ngành).

### b. Thành viên HĐQT và Ban lãnh đạo

Thành viên chính		
Ông Hoàng Tuyên	Chủ tịch HĐQT	Ông là người sáng lập ra TNH và làm việc tại bệnh viện từ năm 2013. Trước đó, ông đã làm việc tại Bảo hiểm xã hội Thái Nguyên và BHXH Việt Nam. Ông có hơn 20 năm kinh nghiệm về luật y tế và luật BHXH.
Ông Lê Xuân Tân	Thành viên HĐQT + TGD TNH	Ông là người đồng sáng lập TNH, làm việc tại bệnh viện từ năm 2013. Trước đây ông là TGD của Bệnh viện C Thái Nguyên và có hơn 40 năm kinh nghiệm tại nhiều bệnh viện công trong khu vực.
Ông Nguyễn Văn Thủy	Thành viên HĐQT + Phó Giám đốc TNH	Ông là đồng sáng lập của TNH và làm việc tại bệnh viện từ năm 2013. Trước đó, ông là tổng giám đốc của một công ty thiết bị y tế trong 15 năm. Ông là người điều hành và kết nối thường xuyên với các nhà cung cấp thiết bị y tế và doanh nghiệp sản xuất dược phẩm
Ông Phan Bá Đào	Giám đốc cơ sở Bệnh viện Thái Nguyên	Ông làm việc tại TNH từ năm 2020. Trước đó, ông từng là Phó Giám đốc Bệnh viện Đa khoa Trung ương Thái Nguyên (bệnh viện tuyến trung ương), và có 38 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực chăm sóc sức khỏe.
Ông Lê Xuân Thủy	Giám đốc cơ sở Bệnh viện Yên Bình	Ông làm việc tại TNH từ năm 2017. Trước đó, ông đã có 32 năm kinh nghiệm trong vai trò quản lý các bệnh viện công, bao gồm Bệnh viện C Thái Nguyên và Bệnh viện Phục hồi chức năng Thái Nguyên.

Nguồn: TNH, SSI Research tổng hợp

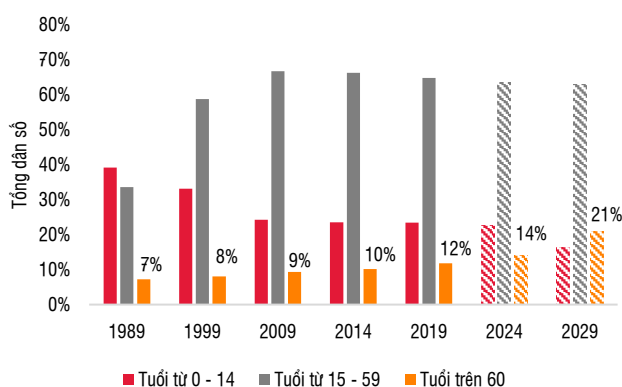
## 2. Quan điểm ngành

### a. Nhu cầu chăm sóc sức khỏe của Việt Nam đang gia tăng nhanh chóng

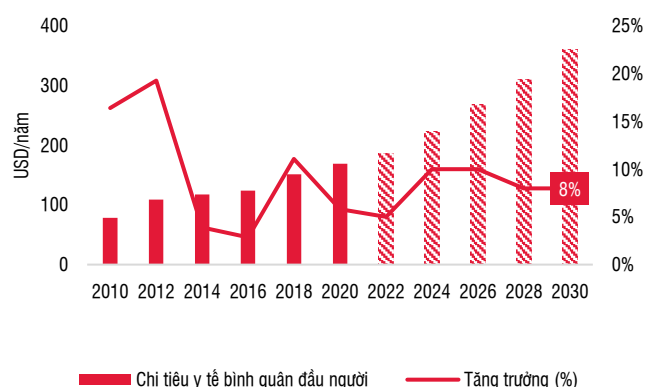
Trong vòng 10 năm trở lại đây, tổng chi tiêu y tế trên đầu người của Việt Nam đang tăng lên đáng kể, với mức bình quân khoảng 11%/năm theo thống kê của Bộ Y tế. Điều này được thúc đẩy bởi 3 yếu tố chính: (1) dân số Việt Nam đang già hóa nhanh, kèm theo các vấn đề sức khỏe gia tăng do tác động của ô nhiễm môi trường, (2) thu nhập bình quân đầu người tăng trưởng cao và nhận thức tốt hơn của người dân về các vấn đề sức khỏe, (3) nguồn tài chính dồi dào hơn cho ngành y tế & cơ sở hạ tầng y tế được cải thiện.

- Dân số trong tình trạng già hóa nhanh và ô nhiễm môi trường gia tăng thúc đẩy nhu cầu về các dịch vụ y tế:** Theo Tổng cục Thống kê (GSO) và Liên hợp quốc (LHQ), dân số già (trên 60 tuổi) của Việt Nam năm 2014 đã đạt trên 10% tổng dân số. Kể từ đó, cơ cấu dân số già của Việt Nam tiếp tục tăng nhanh hơn, đạt 12% tổng dân số (12 triệu người) trong năm 2019 và dự báo sẽ đạt 21% (22 triệu người) trong năm 2029, cao gấp đôi so với mức hiện tại theo một báo cáo gần đây của LHQ. Ngoài ra, ô nhiễm môi trường đang trở thành một vấn đề lớn ở Việt Nam, với chỉ số chất lượng không khí dao động ở mức có hại ở nhiều thành phố lớn. Điều này đã dẫn đến các trường hợp mắc các bệnh liên quan, chẳng hạn như bệnh hô hấp, ung thư và suy giảm hệ thống miễn dịch, lọt vào nhóm 10 nguyên nhân gây bệnh hàng đầu trong các năm gần đây theo Niên giám thống kê Y tế năm 2019. Với các yếu tố dân số già hóa nhanh và vấn đề ô nhiễm gia tăng, Việt Nam sẽ cần đến nhiều nhân viên y tế và các dịch vụ KCB trong những năm tới.

Việt Nam: Cơ cấu nhân khẩu học trong quá khứ và dự báo



Việt Nam: Chi tiêu cho chăm sóc sức khỏe bình quân đầu người



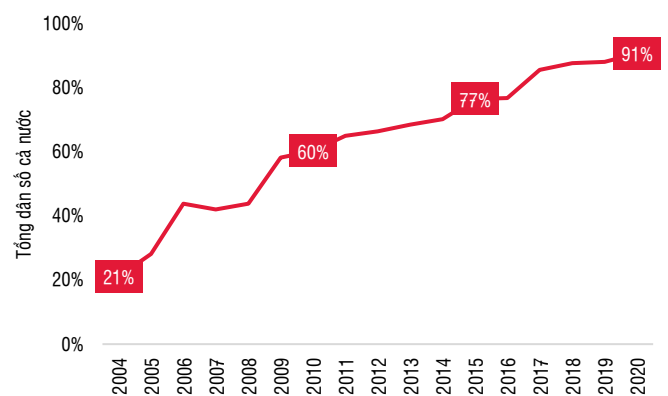
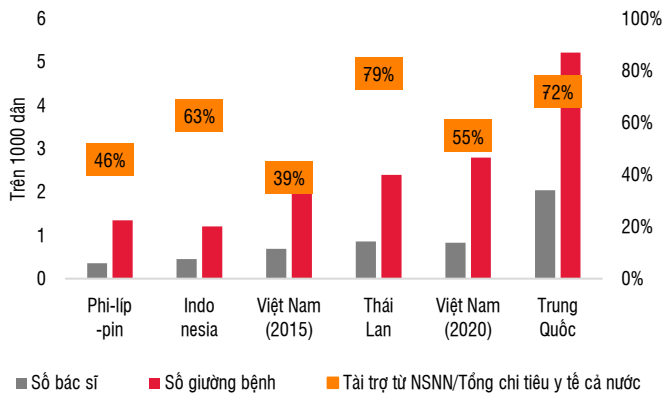
Nguồn: Tổng điều tra dân số của GSO, dự báo của UNFPA

Nguồn: Trung tâm quan sát sức khỏe toàn cầu WHO, Niên giám thống kê Việt Nam, dự báo của KPMG

- Thu nhập bình quân đầu người tăng lên và nhận thức về sức khỏe được nâng cao:** Theo mục tiêu của chính phủ, GDP bình quân đầu người của Việt Nam ước tính đạt 7.500 USD/năm trong năm 2030, với tốc độ CAGR là 8%/năm theo Kế hoạch kinh tế - xã hội trong các năm tới. So với các nước có GDP bình quân đầu người tương đương, ước tính chi tiêu y tế bình quân đầu người của Việt Nam có thể đạt 305 USD/năm trong năm 2030, với tốc độ tăng trưởng bình quân là 8%/năm. Cùng với chi phí chăm sóc sức khỏe tăng cao, người dân cũng bắt đầu quan tâm nhiều đến những dịch vụ khám sức khỏe theo yêu cầu như xét nghiệm máu, chẩn đoán bệnh nền, tư vấn chế độ ăn uống,... Số liệu thống kê của Bộ Y tế cho thấy, 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, đồng nghĩa với việc người dân ngày càng nâng cao nhận thức về sức khỏe và đến bệnh viện thường xuyên hơn. Cũng cần lưu ý rằng con số này vẫn thấp hơn nhiều so với các nước trong khu vực như Thái Lan (3,5 lượt/năm), Trung Quốc (4,9 lượt/năm) và một số nước cao đáng kể như Nhật Bản (12,2 lượt/năm). Do đó, sẽ còn rất nhiều dư địa cho các dịch vụ chăm sóc sức khỏe trong một nền kinh tế đang bùng nổ.
- Nguồn tài chính cho ngành y tế dồi dào hơn từ việc gia tăng độ phủ BHYT, đồng thời cơ sở hạ tầng khám chữa bệnh được cải thiện rõ rệt:** Hiện đã có trên 90% dân số Việt Nam tham gia BHYT của chính phủ (BHYT công). Như vậy, tỷ trọng chi tiêu do ngân sách nhà nước tài trợ trên tổng chi tiêu y tế cả nước đã tăng lên 55% trong năm 2020 từ mức 26% trong năm 2010. Đồng thời, cơ sở hạ tầng y tế của Việt Nam đã có những bước cải thiện đáng kể, với số lượng bác sĩ và giường bệnh ngày càng tăng nhanh trong những năm gần đây và vượt nhiều quốc gia trong khu vực Châu Á.

**Việt Nam: Cơ sở hạ tầng chăm sóc sức khỏe so với các nước trong khu vực (2020)**

**Việt Nam: % Tổng dân số tham gia chương trình BHYT nhà nước**



Nguồn: Ngân hàng Thế giới, Bộ Y tế, Niên giám thống kê từ nhiều quốc gia

Nguồn: BHXH Việt Nam (VSI), GSO

**b. Các quy định mới trong ngành đang thúc đẩy cạnh tranh lành mạnh hơn giữa bệnh viện công và bệnh viện tư**

Trong những năm gần đây, Chính phủ Việt Nam đã thúc đẩy lĩnh vực chăm sóc sức khỏe phát triển theo hướng cạnh tranh lành mạnh hơn, giảm các khoản hỗ trợ cho các bệnh viện công và nới lỏng các quy định trong ngành để các bệnh viện tư nhân có thể cạnh tranh sòng phẳng. Từ năm 2010 đến năm 2020, nhiều quy định quan trọng đã được đưa ra để cải cách ngành y tế:

**Bảng: Các quy định quan trọng của ngành Y tế Việt Nam**

	Nội dung chính	Tác động
Thông tư 37/2015/TTLT-BYT-BTC	Chính phủ bắt đầu tính đầy đủ các yếu tố chi phí (chi phí nhân công, chi phí vật tư y tế, khấu hao, chi phí quản lý, chi phí bảo trì), vào giá khám chữa bệnh tại các bệnh viện công và giá khám chữa bệnh trong BHYT	Trước khi có Thông tư 37, các bệnh viện công đã không tính đủ các yếu tố chi phí vào giá mà thay vào đó là dựa vào ngân sách trợ cấp của chính phủ để duy trì giá KCB ở mức thấp. Điều này khiến các bệnh viện tư nhân không thể cạnh tranh bình đẳng về giá, dẫn đến tình trạng thua lỗ kéo dài. Với quy định mới, giá KCB tại các bệnh viện công đã bắt đầu tăng mạnh và phù hợp với thị trường hơn, và bệnh nhân sẽ cân nhắc nhiều hơn tới dịch vụ KCB tư nhân.
Nghị định 85/2012/NĐ-CP	Chính phủ sẽ dần dần loại bỏ kinh phí hỗ trợ cho các bệnh viện công và để các bệnh viện này toàn quyền kiểm soát việc lập kế hoạch ngân sách và tự chi trả cho các chi phí hoạt động của mình.	Nghị định 85 & Nghị định 16 là những quy định quan trọng giúp cạnh tranh công tư trở nên sòng phẳng. Khi nguồn kinh phí hỗ trợ từ NSNN giảm dần, nhiều bệnh viện công sẽ gặp khó khăn để duy trì hoạt động khi đối mặt với chi phí tăng cao, trang thiết bị lạc hậu và gánh nặng đầu tư để cải tổ cơ sở vật chất. Và do đó, chỉ có một số ít bệnh viện công có khả năng hoạt động hiệu quả khi hoàn toàn tự chủ về tài chính.
Nghị định 16/2015/NĐ-CP		
Luật Bảo hiểm y tế năm 2014	BHYT của chính phủ hiện có thể được sử dụng ở tất cả các bệnh viện, kể cả bệnh viện tư nhân đồng hạng với bệnh viện công. Bệnh nhân có thể đến KCB ở bệnh viện tư nhân với mức hỗ trợ tương đương khi đi khám ở bệnh viện công từ chương trình BHYT. Đặc biệt, nếu nhập viện ở các bệnh viện tư nhân tương đương tuyến huyện, người bệnh sẽ được quỹ BHYT công chi trả toàn bộ 100% viện phí.	Trước đây, chỉ có một số bệnh viện tư được lựa chọn vào danh sách để đăng ký KCB có BHYT của Nhà nước. Sau khi luật bảo hiểm y tế mới có hiệu lực, bệnh nhân KCB ở các cơ sở tư nhân bắt đầu được hưởng quyền lợi từ BHYT Nhà nước như bệnh viện công. Đặc biệt, bệnh nhân điều trị tại TNH (bệnh viện tuyến huyện) được thanh toán 100% viện phí đối với các dịch vụ được BHYT chi trả và chỉ phải trả thêm 25 - 30% đối với dịch vụ nằm ngoài danh mục.
Nghị định 109/2016/NĐ-CP	Quy định các yêu cầu tối thiểu để mở bệnh viện và cung cấp dịch vụ KCB, chẳng hạn như: tổng diện tích sàn tối thiểu/giường, nhân viên y tế tối thiểu/giường, số lượng giường tối thiểu trong bệnh viện... Các văn bản luật cũng thắt chặt tiêu chuẩn điều trị bệnh nhân cho tất cả các bệnh viện, bao gồm cả số lượng bệnh nhân tối đa được tiếp nhận/bàn/ngày, số giường hoạt động tối đa/tổng số giường đăng ký...	Các quy định này đòi hỏi khắt khe hơn về chất lượng KCB của các bệnh viện trên toàn quốc, giúp hạn chế tình trạng quá tải và cơ sở vật chất đầu tư sơ sài. Chẳng hạn, trước đây nhiều bệnh viện công luôn hoạt động 140 - 160% công suất, dẫn đến điều kiện KCB kém, đối lại mức viện phí rẻ mà bệnh viện tư khó cạnh tranh được. Một số bệnh viện quy mô nhỏ thì lại mở và điều hành với một hoặc chỉ một vài bác sĩ, và cạnh tranh không sòng phẳng với các bệnh viện lớn. Như vậy, sau khi có quy định này, mọi bệnh viện sẽ phải đầu tư với chất lượng như nhau và những bệnh viện được đầu tư theo chuẩn như TNH sẽ cạnh tranh tốt hơn trong ngành.
Thông tư 39/2018/TT-BYT		
TCVN 9212: 2012 TCVN 9213: 2012 TCVN 4470: 2012		

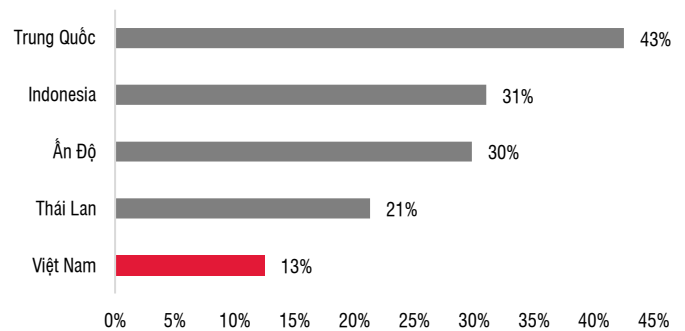
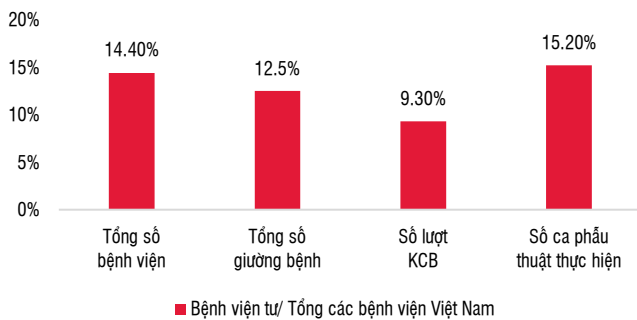
Nguồn: SSI Research tổng hợp

### c. Các bệnh viện tư nhân dần trở nên quan trọng trong việc cải thiện chất lượng hạ tầng y tế

Trong giai đoạn 10 năm gần đây (2010 - 2020), các bệnh viện tư nhân ở Việt Nam đã mở rộng nhanh chóng với cơ sở vật chất tốt hơn, dịch vụ KCB đa dạng và đáng tin cậy. Người dân bắt đầu đặt niềm tin vào bệnh viện tư nhân, và các tên tuổi lớn đã được khẳng định tại Việt Nam như Vinmec, Bệnh viện FV, Hoàn Mỹ, Tâm Anh, Medlatec. Ngoài ra, với thu nhập ngày càng tăng, người dân có xu hướng tìm kiếm nhiều dịch vụ cao cấp hơn bên cạnh các dịch vụ KCB thông thường như chăm sóc hậu phẫu, chăm sóc với điều dưỡng 24/7 và phòng bệnh riêng... Điều này thúc đẩy các mô hình bệnh viện khách sạn và các dịch vụ VIP có giá gấp đôi hoặc gấp ba lần bình thường, giúp cho bệnh viện tư nhân có lợi thế cạnh tranh rõ rệt so với các bệnh viện công. Tiềm năng cho thị trường dịch vụ chăm sóc sức khỏe tư nhân cũng rất đáng kể do khu vực tư nhân ở Việt Nam mới chỉ đóng góp phần nhỏ vào tổng cơ sở hạ tầng y tế. Ở các nước láng giềng, khu vực tư nhân chiếm 20% - 40% số giường bệnh, trong khi ở Việt Nam con số này chỉ là dưới 13%.

Tỷ trọng đóng góp của bệnh viện tư nhân ở Việt Nam

Giường bệnh tư nhân/Tổng số giường bệnh ở các nước trong khu vực



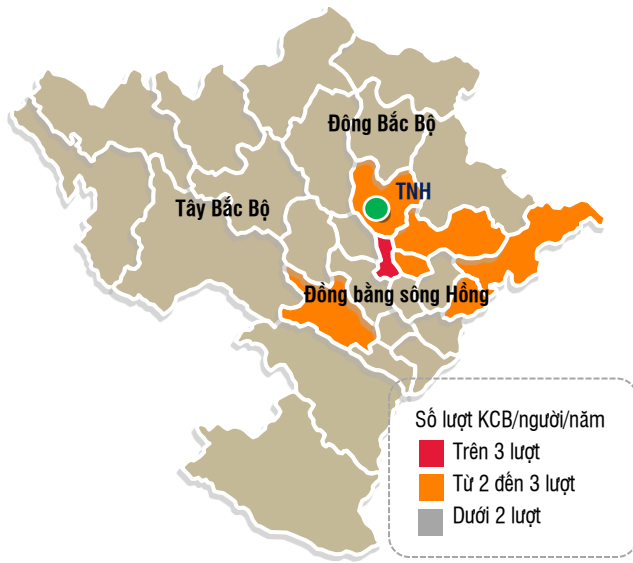
Nguồn: Bộ Y tế, Hiệp hội bệnh viện tư nhân Việt Nam

Nguồn: CEIC, LHQ, Niên giám thống kê từ nhiều quốc gia

Các bệnh viện tư nhân cũng thu hút nhân viên y tế với mức lương và phúc lợi tốt hơn và cung cấp cho bệnh nhân những kỹ thuật KCB tiên tiến hơn. Lương của bác sĩ, điều dưỡng tại bệnh viện hiện bị giới hạn bởi Thông tư 10/2015/TTLT-BYT-BNV, trong đó mức lương bình quân ở bệnh viện công là 10,8 triệu đồng/người/tháng, trong khi mức lương bình quân ở bệnh viện tư lên tới 13,2 triệu đồng/người/tháng, theo khảo sát của Hiệp hội Bệnh viện tư nhân Việt Nam năm 2018. Đây sẽ là động lực mạnh mẽ thúc đẩy các nhân viên y tế chuyển sang làm tại các bệnh viện 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. Ngoài ra, kể từ khi các bệnh viện tư nhân mở rộng, nhiều công nghệ và kỹ thuật điều trị y tế tiên tiến với ngân sách đầu tư lớn như robot hỗ trợ phẫu thuật, liệu pháp tế bào gốc, xét nghiệm di truyền bắt đầu được áp dụng, giúp nâng cao chất lượng KCB. Do đó, các bệnh viện tư nhân đang dần trở nên quan trọng hơn trong ngành y tế, nên có khả năng sẽ nhận được nhiều chính sách ưu đãi hơn từ chính phủ trong những năm tới.

### 3. Luận điểm đầu tư

#### a. Vị trí bệnh viện thuận lợi với nhu cầu khám chữa bệnh ổn định và chịu áp lực cạnh tranh thấp



TNH có 2 cơ sở bệnh viện tại tỉnh Thái Nguyên, thuộc khu vực Đông Bắc Việt Nam. Đây là một vị trí chiến lược, vì những lý do sau:

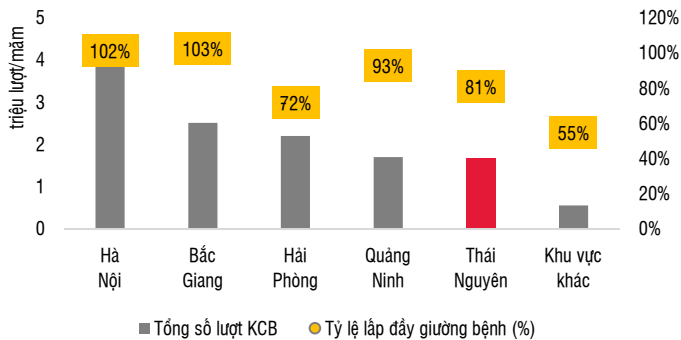
**(1) Đây là một thị trường có ít đối thủ cạnh tranh hơn.** Khu vực Đông Bắc Bộ chỉ có 10 - 15 bệnh viện tư nhân lớn đang hoạt động, còn lại là các bệnh viện công và phòng khám tư nhân nhỏ lẻ. Như vậy, TNH có thể tránh được sự cạnh tranh trực tiếp với các bệnh viện tư nhân nổi tiếng như Vinmec, Medlatec, Thu Cúc hoặc các bệnh viện công lập lớn như Bệnh viện Bạch Mai, 108, Hữu Nghị ở những khu vực có sự cạnh tranh cao như Đồng bằng sông Hồng. Ngoài ra, do có ít các bệnh viện tư nhân cạnh tranh ở khu vực Đông Bắc Bộ, số lượng cán bộ nhân viên ngành y tế trở nên dồi dào hơn, với mức lương trung bình sẽ thấp hơn từ 15 - 20% so với các thành phố lớn.

**(2) Nhu cầu cao về các dịch vụ chăm sóc sức khỏe.** Thái Nguyên được xếp hạng là tỉnh có dân số đông thứ 8 ở miền Bắc. Số lượt khám bệnh hàng năm tại Thái Nguyên cũng đứng thứ 5 trong khu vực, với tỷ lệ lấp đầy giường bệnh trung bình

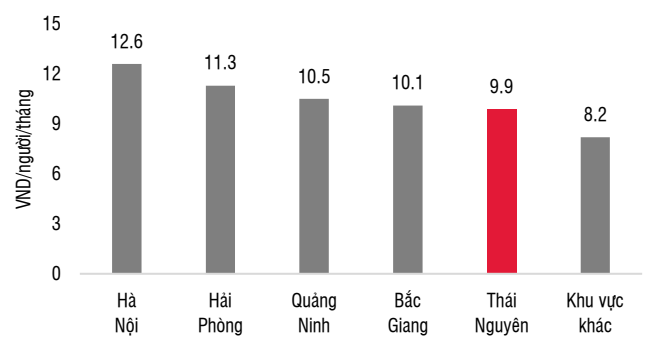
trong khu vực là 81% theo Niên giám thống kê y tế Việt Nam năm 2019.

**(3) Thái Nguyên có vị trí không quá xa và đi lại thuận tiện hơn** đối với những người dân ở các tỉnh Đông Bắc và Tây Bắc khác như Tuyên Quang, Bắc Kạn, Lạng Sơn, Cao Bằng & Hà Giang. Hiện nay, 35% số bệnh nhân tại các bệnh viện của TNH đến từ các tỉnh ngoài Thái Nguyên. Với cơ sở hạ tầng y tế của Thái Nguyên ngày càng phát triển, người dân có thể chọn chuyển hướng đến Thái Nguyên như một địa điểm điều trị y tế thường xuyên, thay cho việc phải di chuyển dài ngày tới Hà Nội.

#### Số liệu y tế tổng hợp của bệnh viện tại các tỉnh miền Bắc



#### Mức lương trung bình của bác sĩ đa khoa, theo khu vực năm 2019



Nguồn: Bộ Y tế, Sở Y tế tại các tỉnh

Nguồn: Vietnam Works, Thông tư 10/2015/TT-BYT, Khảo sát của BYT & Số liệu tổng hợp từ nhiều bệnh viện

**Sở hữu vị trí chiến lược đối với từng bệnh viện:** Hiện tại, cơ sở Thái Nguyên (bệnh viện chính) đặt ở trung tâm tỉnh Thái Nguyên, gần bệnh viện công lớn thuộc tuyến trung ương là Bệnh viện Đa khoa Trung ương Thái Nguyên (TWTN). Trong khi đó, cơ sở Yên Bình ở thị xã Phổ Yên nằm gần 3 khu công nghiệp lớn là Yên Bình, Phổ Yên và Diềm Thụy. Điều này mang lại những lợi thế khác nhau cho các bệnh viện của TNH:

**(1) Giảm gánh nặng cho các ca điều trị chuyên khoa phức tạp và tốn kém:** Mặc dù nằm gần bệnh viện tuyến trung ương và cả 2 bệnh viện đều cạnh tranh với các dịch vụ như nhau, TNH vẫn thu được lợi ích khi có sự hiện diện của TWTN trên địa bàn. Thứ nhất, TWTN là bệnh viện cấp trung ương, có nhiều kinh nghiệm và uy tín hơn trong điều trị chuyên khoa (phẫu thuật, chăm sóc bệnh nhân cấp tính, bệnh mãn tính & các phẫu thuật phức tạp khác). Do đó, những bệnh nhân cần chăm sóc đặc biệt thông thường sẽ chọn đến trực tiếp TWTN để điều trị, trong khi những bệnh nhân có tình trạng nhẹ hơn sẽ chọn TNH để nhận được khám dịch vụ nhanh hơn. Với gánh nặng điều trị những bệnh nhân nặng

và nằm viện dài ngày được chia sẻ với TWTN, TNH sẽ tiết kiệm được đáng kể các khoản chi phí. Như theo nghiên cứu gần đây của Sanofi và KPMG, 40% chi phí hoạt động của bệnh viện và 35% nguồn lực (bác sĩ, giường bệnh) sẽ thường tập trung cho các bệnh nhân nặng và nằm viện dài ngày. Thứ hai, bệnh viện tuyến quốc gia như TWTN cũng thu hút thêm nhiều bệnh nhân từ các tỉnh khác do cả nước chỉ có 38 bệnh viện tuyến quốc gia, do đó, tăng sức hấp dẫn của các dịch vụ y tế Thái Nguyên, gián tiếp mang lại lợi ích cho TNH. Tuy nhiên, về lâu dài, có thể có rủi ro là TWTN có thể mở rộng thêm công suất giường bệnh, gây ra áp lực cạnh tranh cho các bệnh viện lân cận.

**(2) Nhu cầu KCB ổn định từ các khu công nghiệp:** Cơ sở còn lại là Bệnh viện Yên Bình, nằm gần 3 khu công nghiệp lớn của Thái Nguyên, nơi tập trung các doanh nghiệp có số lượng lớn lao động như Samsung Electronics. Theo Ban Quản lý các khu công nghiệp tỉnh Thái Nguyên, 3 khu công nghiệp này có khoảng 70.000 lao động, và với mức bình quân 2,2 lượt KCB/người/năm tại Thái Nguyên, nhu cầu KCB từ lao động tại các khu công nghiệp này sẽ đạt khoảng 160.000 lượt khám/năm và đáp ứng gần 89% công suất hiện tại của Bệnh viện Yên Bình. Vị trí của cơ sở Yên Bình cũng rất thuận lợi, chỉ cách các khu công nghiệp này khoảng 5km, trong khi các bệnh viện khác gần nhất cũng phải mất khoảng 23 km để lái xe về trung tâm thành phố.

#### b. Lợi thế cạnh tranh mạnh từ suất đầu tư ban đầu thấp và giá viện phí rẻ hơn so với mặt bằng chung

Để hiểu và đánh giá chính xác khả năng cạnh tranh của TNH trong ngành, chúng ta cần tìm và so sánh với các bệnh viện tương đương hoặc đồng hạng. Việc xếp hạng các bệnh viện của Việt Nam vẫn còn tương đối phức tạp và đang trong quá trình hoàn thiện thêm. Nhưng theo quy định hiện hành của chính phủ và tiêu chí của Bộ Y tế về việc xếp hạng các bệnh viện, các bệnh viện sẽ được chia làm 3 thứ hạng chính để so sánh như sau:

**Bảng: Xếp hạng bệnh viện công/tư và tiêu chí tương ứng**

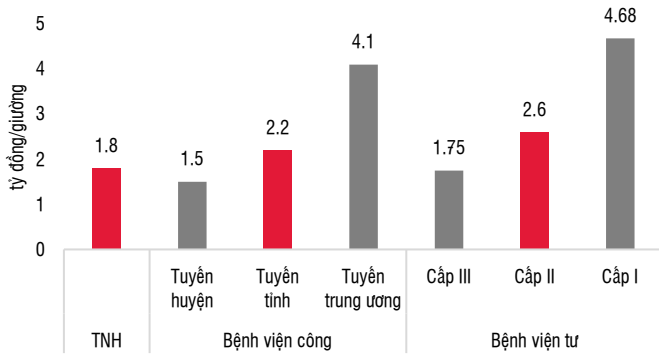
Bệnh viện công	Bệnh viện tư nhân cùng hạng	Số giường bệnh	Số lượng y tá/Bác sĩ	Tỷ lệ có bằng thạc sĩ trở lên/tổng số bác sĩ	Dịch vụ chuyên khoa của bệnh viện/Tổng số dịch vụ chuyên khoa cần thiết
Tuyến trung ương	Cấp I	>400	>2	>50%	70 - 100%
Tuyến tỉnh	Cấp II	100 – 400	<2	20 – 50%	40 -70%
Tuyến huyện	Cấp III	30 -100	<2	<20%	<40%

*Nguồn: Thông tư 40/2015/TT-BYT, Quyết định 6062/QĐ-BYT, SSI Research tổng hợp*

Với tiêu chí hiện tại của Bộ Y tế, TNH sẽ được xếp hạng là bệnh viện tư nhân Cấp II, tương đương với bệnh viện công tuyến tỉnh, với một số bệnh viện đồng hạng tương tự như Bệnh viện Thái Nguyên A (Thái Nguyên), Bệnh viện Quốc tế Hà Nội - Bắc Giang (Bắc Giang), Bệnh viện Quốc tế Green (Hải Phòng), Bệnh viện Phương Đông (Hà Nội), Bệnh viện Triều An (TP.HCM), Bệnh viện Tim Tâm Đức (TP.HCM). Sau khi so với các bệnh viện đồng hạng, lợi thế cạnh tranh đầu tiên mà chúng tôi nhận thấy được là suất đầu tư bệnh viện ban đầu của TNH tương đối ấn tượng cho cả 2 cơ sở Thái Nguyên và Yên Bình, với chi phí đầu tư trên một giường bệnh thấp hơn 18% so với các bệnh viện công tuyến tỉnh và thấp hơn 31% so với bệnh viện tư nhân Cấp II. Chúng tôi cho rằng đây có thể là kết quả từ kinh nghiệm của ban lãnh đạo TNH trong quá trình quản lý nhiều bệnh viện khác nhau và mối quan hệ với các đơn vị cung cấp thiết bị y tế, góp phần quan trọng vào các yếu tố như lựa chọn thiết bị/máy móc chuyên dụng hay thiết kế bố trí bệnh viện, không đầu tư quá mức vào các thiết bị y tế đắt tiền trong khi vẫn duy trì một tiêu chuẩn tối thiểu để hoạt động. Đồng thời, nhờ các lợi thế về kiểm soát tốt chi phí hoạt động, TNH đang duy trì mức giá viện phí tương đối cạnh tranh, chỉ cao hơn bệnh viện công tuyến tỉnh khoảng 25 - 30%, trong khi thấp hơn bệnh viện tư nhân Cấp II khoảng 15 - 20%. Ngoài ra, vì TNH hiện đang đăng ký là bệnh viện tuyến huyện nên bệnh nhân sẽ được quỹ BHYT công lập chi trả 100% viện phí (tính theo giá bệnh viện công), điều này có nghĩa là bệnh nhân chỉ cần trả một mức viện phí khoảng 25 – 30% giá khám chữa bệnh, thấp hơn nhiều so với các bệnh viện tư đồng hạng khác.

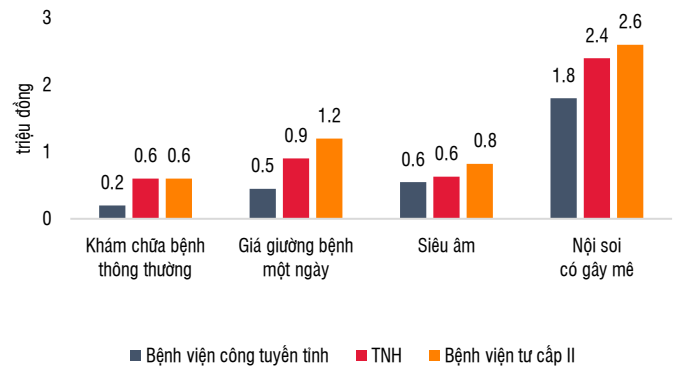


## Suất đầu tư ban đầu theo loại hình bệnh viện



Nguồn: SSI Research tổng hợp từ Quyết định phê duyệt đầu tư của Ủy ban nhân dân các tỉnh

## Giá dịch vụ bình quân tại TNH và các bệnh viện đồng hạng



Nguồn: Bộ Y tế, Thông tư 37/2018/TT-BYT, SSI Research tổng hợp từ dữ liệu sẵn có của nhiều bệnh viện

Với giá viện phí cạnh tranh như vậy, TNH duy trì tỷ lệ lấp đầy giường bệnh cao, trung bình trong giai đoạn 2015-2020 ở mức 80%, có năm 2016 lên tới 110%. Do ngành kinh doanh bệnh viện tương tự như mô hình kinh doanh khách sạn, bất kỳ yếu tố trong quá trình thành lập như vốn đầu tư ban đầu, vị trí xây dựng và phân khúc khách hàng sẽ góp phần xây dựng lợi thế cạnh tranh bền vững so với các đối thủ mới trong tương lai.

## c. Tiếp tục mở rộng sang các thị trường tiềm năng khác và có nhiều khả năng tăng giá viện phí

## Bảng: Dự án các bệnh viện mới của TNH

Tên bệnh viện	Năm bắt đầu	Năm hoàn thành	Địa điểm	Công suất bệnh viện	Vốn yêu cầu
Bệnh viện phụ sản	Đang xây dựng	2023	Đường Lương Ngọc Quyên, Thái Nguyên	Dự kiến 200 giường	230 tỷ đồng. TNH góp vốn 110 tỷ đồng (48%)
Bệnh viện mắt	2022 hoặc 2023	2024	Đường Lương Ngọc Quyên, Thái Nguyên	Dự kiến 100 giường	215 tỷ đồng. TNH góp vốn: 96 tỷ đồng (45%)
Bệnh Viện Yên Bình Giai đoạn II	2022 hoặc 2023	2025	Huyện Yên Bình, tỉnh Thái Nguyên	Trước đó: 150 giường Sau đầu tư: 300 giường	228 tỷ đồng
Bệnh viện tại Bắc Giang	Sau 2025	2028	Huyện Việt Yên, tỉnh Bắc Giang	Dự kiến 300 giường	578 tỷ đồng
<b>Tổng cộng: 4 bệnh viện</b>				<b>Dự kiến 650 giường</b>	<b>1251 tỷ đồng</b>

Nguồn: Báo cáo thường niên & kế hoạch của ban lãnh đạo TNH, SSI Research tổng hợp & ước tính thời điểm bắt đầu và hoàn thành các dự án

**Mở mới bệnh viện:** TNH đang có kế hoạch mở mới 4 cơ sở bệnh viện trong giai đoạn 2021-2031, với 650 giường bệnh được bổ sung vào công suất hiện tại (có thể tăng lên đến 1.000 giường), đồng thời mở rộng hoạt động sang tỉnh Bắc Giang, bao gồm:

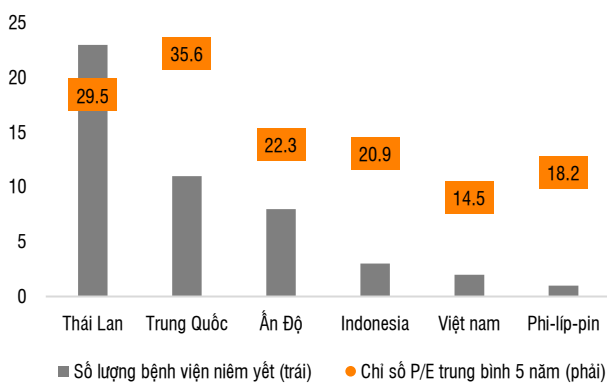
- (1) 01 Bệnh viện phụ sản & 01 bệnh viện mắt**, nhằm mở rộng công suất đáp ứng nhu cầu tăng cao ở hai chuyên khoa này. Hai bệnh viện chuyên khoa này cũng sẽ cung cấp nhiều dịch vụ cao cấp hơn để xây dựng thương hiệu và mở rộng tệp khách hàng của TNH.
- (2) Bệnh viện Yên Bình giai đoạn II** là một dự án mở rộng nhằm khai thác thêm tiềm năng của khu công nghiệp Thái Nguyên trong những năm tới. Tỉnh Thái Nguyên hiện chỉ có 6 khu công nghiệp, với tổng diện tích 1420 ha, tỷ lệ lấp đầy là 61%. Trong 10 năm tới, chính quyền tỉnh Thái Nguyên đang có kế hoạch mở rộng thêm 3 khu công nghiệp với tổng diện tích 1050 ha (gần gấp đôi mức hiện tại), điều này sẽ tạo ra nhiều khách hàng tiềm năng cho Bệnh viện Yên Bình giai đoạn II.
- (3) Bệnh viện tại tỉnh Bắc Giang** chỉ cách 3 khu công nghiệp lớn nhất là Quang Châu, Vân Trung và Đình Trám 8km. Với chiến lược tương tự Bệnh viện Yên Bình, bệnh viện ở Bắc Giang sẽ hướng tới các công ty có vốn đầu tư FDI lớn tại Việt Nam như Foxconn, Luxshare, Pegatron. Tỉnh Bắc Giang đứng thứ 8 về thu hút vốn FDI trong năm 2020, với 6 khu công nghiệp, quy mô 1460 ha, tỷ lệ lấp đầy là 88%. Trong 10 năm tới, tỉnh Bắc Giang dự kiến mở thêm 23 khu công nghiệp với diện tích 6850 ha (gấp 5 lần hiện tại), thu hút trên 800.000 lao động vào năm 2030.

Nếu các kế hoạch mở rộng bệnh viện này bắt đầu trong 5 năm tới theo kế hoạch và mỗi bệnh viện có thể hoạt động hết công suất sau 5 đến 6 năm, doanh thu thuần của TNH sẽ duy trì mức tăng trưởng trung bình 22%/năm trong giai đoạn 2022 - 2030. Mỗi lần mở rộng thành công có thể tạo ra hiệu ứng cộng hưởng: không chỉ nâng cao uy tín của bệnh viện mà còn tạo cơ hội cho các hoạt động mở rộng khác. Tuy nhiên, việc mở rộng nhanh chóng cũng có thể dẫn đến rủi ro tăng chi phí nợ vay và đầu tư không hiệu quả, và có thể sẽ dẫn đến việc mở rộng bị trì hoãn so với KH.

**Giá KCB sẽ tiếp tục được điều chỉnh tăng thêm:** TNH có khả năng tăng giá viện phí thêm trong những năm tới. Theo Thông tư 37/2015/TTLT-BYT-BTC, từ năm 2021 trở đi, Chính phủ sẽ thực hiện 2 đợt tăng giá viện phí đáng kể đối bệnh viện công và giá viện phí BHYT để tính đủ chi phí khấu hao (ước tính tăng giá khoảng 15%), chi phí quản lý (ước tính tăng giá khoảng 20%) và TNH có thể tận dụng cơ hội đó để tăng giá viện phí của các cơ sở. Đồng thời, theo Thông tư 37, giá khám chữa bệnh sẽ được Chính phủ sửa đổi, điều chỉnh thường xuyên từ 2 đến 3 năm một lần để thực hiện thay đổi theo lạm phát và lương cơ bản hàng năm (bình quân tăng 3 - 4%/năm). Ngoài ra, TNH hiện đang hưởng tới các dịch vụ chuyên khoa hơn trong lĩnh vực sản phụ khoa và nhân khoa với giá viện phí dự kiến ở mức cao hơn khi đưa vào hoạt động hai bệnh viện này.

#### d. Cơ hội đầu tư hấp dẫn vì là một trong số ít bệnh viện được niêm yết trong khu vực

##### Định giá các bệnh viện niêm yết trong khu vực



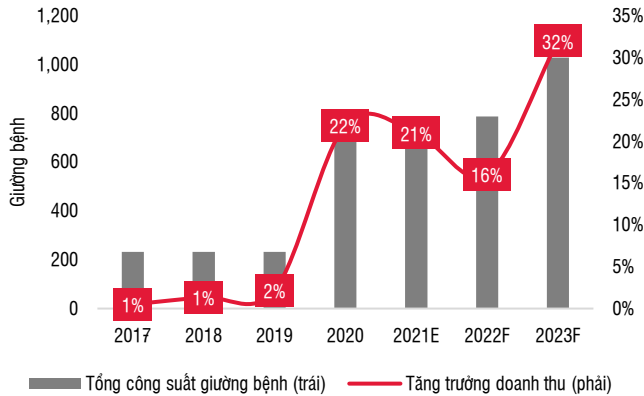
Hiện tại, Việt Nam có tổng số 1.330 bệnh viện và 182 bệnh viện tư nhân, nhưng chỉ có 2 bệnh viện được niêm yết. Ở các nước lân cận khác, cũng có rất ít bệnh viện được niêm yết trên thị trường chứng khoán. Như vậy, có thể thấy cơ hội đầu tư vào thị trường dịch vụ chăm sóc sức khỏe ở Việt Nam và trên thế giới là rất hạn chế, đó là lý do tại sao cổ phiếu bệnh viện luôn giao dịch ở hệ số P/E rất cao. Ngoài ra, đầu tư và quản lý một bệnh viện mới không phải là một nhiệm vụ dễ dàng, đòi hỏi nhiều kinh nghiệm trong ngành và mất một khoảng thời gian đáng kể để thành lập một cơ sở mới (thường là 4 - 5 năm kể từ khi lập kế hoạch, xử lý các quy định, tuyển dụng bác sĩ và thiết lập tệp khách hàng). Trong khi đó, các nhà đầu tư có thể dễ dàng đầu tư vào TNH với tỷ lệ cổ phiếu trôi nổi cao và tỷ lệ sở hữu nước ngoài là 49%, do đó là một cơ hội đầu tư hấp dẫn để xem xét.

Nguồn: dữ liệu Bloomberg, SSI Research tổng hợp

## 4. Tổng quan Tài chính

### a. Doanh thu tăng mạnh khi các bệnh viện mới đi vào hoạt động và giá các dịch vụ KCB được điều chỉnh tăng

#### Tăng trưởng doanh thu TNH và tổng công suất giường bệnh trong quá khứ và dự báo

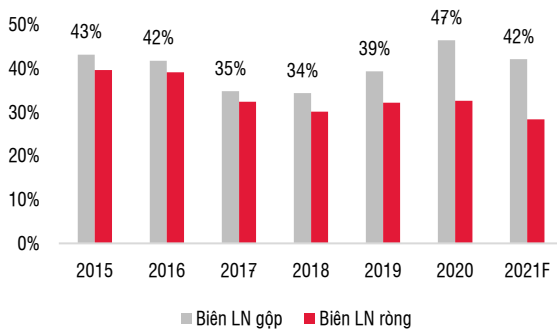


Nguồn: SSI Research ước tính

Trước đây, doanh thu của TNH hầu như không tăng trưởng trong giai đoạn 2017-2019 do công ty đã hoạt động hết công suất ở cơ sở cũ, với tỷ lệ lấp đầy giường bệnh là 90-95%. Từ 2020, doanh thu của TNH bắt đầu tăng mạnh trở lại và chúng tôi ước tính công ty có thể duy trì tăng trưởng hai chữ số trong các năm tới nhờ: (1) doanh thu từ hai cơ sở mới đi vào hoạt động là Thái Nguyên và Yên Bình, đặc biệt trong 2023, khi dịch bệnh dự kiến được kiểm soát và tỷ lệ tiêm chủng ở mức cao đủ để bệnh viện hoạt động hết công suất trở lại, (2) điều chỉnh lớn về giá dịch vụ khám chữa bệnh trên cả nước vào năm 2023 hoặc 2024 theo kế hoạch của Chính phủ tại Thông tư 37/2015/TTLT-BYT-BTC, giúp TNH có cơ hội tăng giá dịch vụ khám chữa bệnh và thúc đẩy doanh thu, (3) Các bệnh viện mới sẽ dần đi vào hoạt động từ năm 2023.

### b. Biên lợi nhuận duy trì ổn định và cao hơn các bệnh viện khác trong cùng phân khúc

#### Hệ số lợi nhuận của TNH trong những năm gần đây



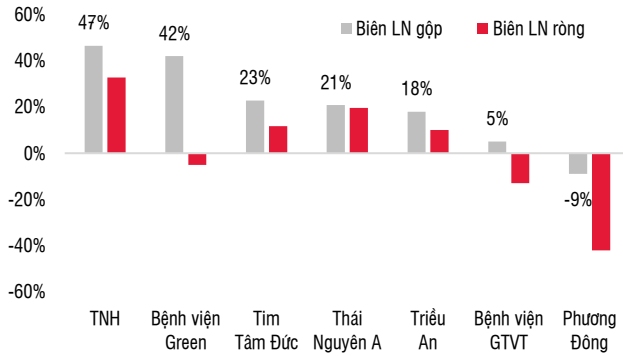
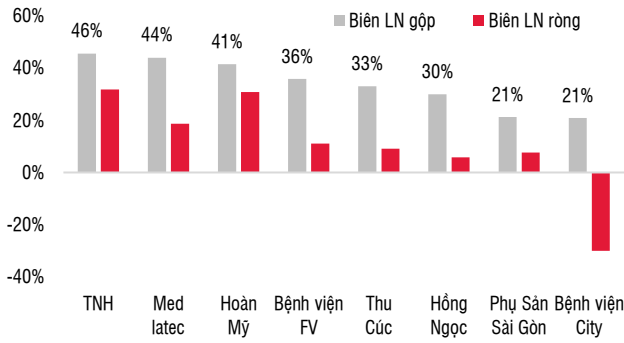
Nguồn: SSI Research ước tính

TNH duy trì biên lợi nhuận ổn định từ khi thành lập vào năm 2014, với biên lợi nhuận gộp khoảng 35-40% trong khi biên lợi nhuận ròng ở mức 30-35%, nhờ hoạt động tối ưu công suất và thắt chặt chi phí. Mặc dù mức biên lợi nhuận cao đột biến hiện tại sẽ điều chỉnh dần khi bệnh viện hoạt động ổn định (khi giá KCB thay đổi ít hơn và chi phí phát triển các dịch vụ KCB chuyên khoa tăng lên), chúng tôi ước tính biên lợi nhuận vẫn sẽ duy trì trong khoảng trên, khi thị trường y tế tiếp tục thuận lợi và mức độ cạnh tranh trong ngành còn thấp, với số lượng bệnh viện công hạn chế và chỉ có một số ít các bệnh viện tư sẽ mở mới trong khu vực.

TNH cũng đang nằm trong số các bệnh viện có biên lợi nhuận cao hơn hẳn so với các bệnh viện cấp II và tuyến tính tương đương, thậm chí là các bệnh viện tư nhân cấp I. Tuy nhiên, chúng tôi cần lưu ý chỉ có một vài bệnh viện công bố kết quả kinh doanh công khai, trong khi một số là bệnh viện mới thành lập và một số là bệnh viện tại tỉnh khác, nên so sánh này có thể không phản ánh tất cả các bệnh viện tương đương với TNH. Nhưng nhìn chung, với biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng hơn 30% và duy trì ổn định, chúng tôi cho rằng TNH là khoản đầu tư hấp dẫn.

**So sánh biên lợi nhuận với các bệnh viện cấp I (2019)**

**So sánh biên lợi nhuận với các bệnh viện tuyến tỉnh & cấp II (2019)**

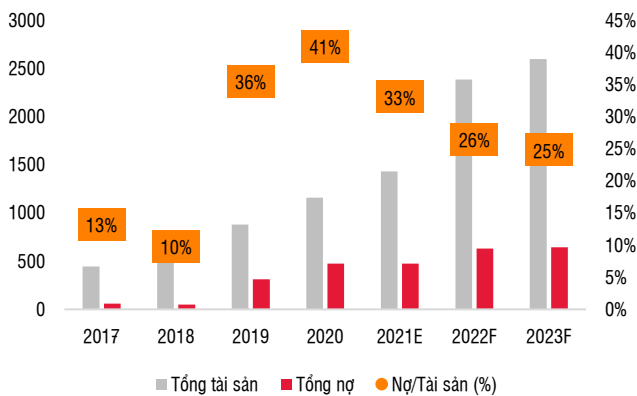


Nguồn: VIRAC tổng hợp từ dữ liệu công khai

Nguồn: VIRAC tổng hợp từ dữ liệu công khai

**c. Duy trì cơ cấu tài chính và thanh khoản lành mạnh nhờ cân đối giữa nợ vay và VCSH tại các bệnh viện xây dựng mới**

**Cơ cấu vốn và tỷ lệ đòn bẩy của TNH**



Hai khoản đầu tư lớn là bệnh viện Thái Nguyên và Yên Bình trước đây được tài trợ bằng 60% nợ và 40% vốn CSH. Nhờ sử dụng mức nợ vay thấp trong quá trình xây dựng, TNH giảm được áp lực tài chính trong hoạt động của bệnh viện và giúp duy trì giá dịch vụ KCB ở mức cạnh tranh. Công ty cũng cố gắng duy trì tỷ lệ cơ cấu vốn 60% nợ 40% VCSH đối với các bệnh viện sẽ xây dựng mới từ 2021 (Bệnh viện Phụ sản, Bệnh viện Mắt, Bệnh viện Yên Bình II, Bệnh viện Bắc Giang). Đây cũng là lý do TNH sẽ phát hành thêm 22,5 triệu cổ phiếu trong 2022 để tăng vốn cần thiết. Theo quan điểm của chúng tôi, việc bớt phụ thuộc vào nợ vay có thể là lợi thế cho công ty nhưng cũng đem lại rủi ro pha loãng, khi tỷ lệ pha loãng sẽ là 54%, ảnh hưởng đến các cổ đông hiện tại bao gồm cả BLĐ của TNH.

Nguồn: SSI Research ước tính

## 5. Ước tính lợi nhuận

	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>407</b>	<b>471</b>	<b>642</b>	<b>906</b>	<b>1,298</b>	<b>1,536</b>	<b>1,714</b>	<b>2,058</b>
% Tăng trưởng (YoY)	+21%	+16%	+36%	+41%	+43%	+18%	+12%	+19%
% Tỷ lệ lập đầy trung bình	52%	58%	60%	72%	70%	80%	86%	92%
Tổng doanh thu, theo cơ sở								
Bệnh viện Thái Nguyên	275	321	385	489	633	724	746	768
% Tăng trưởng	+24%	+16%	+20%	+29%	+28%	+14%	+3%	+3%
Bệnh viện Yên Bình	132	150	182	233	394	479	570	665
% Tăng trưởng	+18%	+14%	+21%	+28%	+59%	+21%	+19%	+16%
Bệnh viện Phụ sản			74	137	188	226	267	309
% Tăng trưởng				+85%	+37%	+20%	+18%	+15%
Bệnh viện Mắt				47	83	106	132	158
% Tăng trưởng					+76%	+28%	+24%	+19%
Bệnh viện Bắc Giang								180
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>169</b>	<b>189</b>	<b>246</b>	<b>357</b>	<b>511</b>	<b>609</b>	<b>657</b>	<b>708</b>
% Biên LN gộp	42%	40%	38%	39%	39%	39%	38%	34%
Chi phí SG&A	13	18	31	47	79	97	126	191
<b>EBIT</b>	<b>156</b>	<b>171</b>	<b>215</b>	<b>310</b>	<b>432</b>	<b>512</b>	<b>531</b>	<b>517</b>
Chi phí lãi vay	40	46	44	44	45	43	39	26
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>112</b>	<b>121</b>	<b>160</b>	<b>249</b>	<b>362</b>	<b>439</b>	<b>459</b>	<b>459</b>
% Biên LN ròng	28%	26%	25%	27%	28%	29%	27%	24%
% Tăng trưởng	3%	9%	33%	55%	46%	22%	4%	0%

Nguồn: SSI Research ước tính

Theo dự phóng của chúng tôi, lợi nhuận ròng sẽ tăng 3% và 9% trong 2021 và 2022 và đạt 26% giai đoạn 2023-2028:

- Doanh thu** có thể tăng tốt trong 2021 và 2022 bất chấp ảnh hưởng của dịch bệnh, do bệnh viện Thái Nguyên và Yên Bình chỉ mới bắt đầu hoạt động từ năm 2020, và tỉnh Thái Nguyên chưa chịu nhiều ảnh hưởng bởi các đợt dịch. Sau năm 2023, doanh thu sẽ bắt đầu tăng trưởng cao dựa trên kỳ vọng rằng Chính phủ sẽ có hai đợt điều chỉnh giá dịch vụ khám chữa bệnh trong 2023 và 2024, cùng với công suất tăng thêm từ bệnh viện Phụ sản và bệnh viện Mắt. Dựa trên KQKD của TNH trong quá khứ so với các công ty khác cùng ngành, chúng tôi ước tính mỗi bệnh viện mới sẽ cần ít nhất 6-8 năm để đạt công suất tối đa và đạt điểm hòa vốn sau 1-2 năm nếu hoạt động hiệu quả như các bệnh viện đã thành lập trước đó. Chúng tôi cũng giả định kế hoạch mở rộng có độ trễ 6-12 tháng do tình hình dịch bệnh diễn biến phức tạp.
- Biên lợi nhuận gộp** sẽ chịu ảnh hưởng từ ước tính lương cho nhân viên y tế tăng 6%/ năm. Vì mức lương cho bác sĩ và y tá tại các bệnh viện công (chiếm 70% số bác sĩ tại Việt Nam) dựa trên bậc lương cơ bản, chúng tôi dựa vào điều chỉnh hàng năm của Chính phủ về mức lương cơ bản và cộng thêm 2% tăng trưởng để bù đắp việc thiếu hụt nguồn nhân lực y tế trong ngành. TNH có thể có 2 đợt điều chỉnh giá dịch vụ khám chữa bệnh trong 2023 và 2024, nhưng nhìn chung sẽ chỉ cải thiện nhẹ biên lợi nhuận và biên lợi nhuận gộp khi hoạt động ổn định sẽ ở mức 35%, tương tự như các cơ sở trước đây của TNH.
- Tỷ lệ chi phí SG&A/ doanh thu** ước tính tăng từ 3% trong 2020 lên 10% trong 2028 khi TNH mở thêm nhiều bệnh viện mới. Chi phí tài chính sẽ dựa trên nhu cầu vay nợ bổ sung cho hoạt động đầu tư. Hiện công ty đã lên kế hoạch phát hành thêm 22,5 triệu cổ phiếu trong 2021 và 2022 để tăng vốn chủ sở hữu, giúp giảm chi phí tài chính trong hoạt động. Giá phát hành cụ thể theo ước tính của BLĐ sẽ dựa trên mức giá IPO (36.000 đồng/cp), ước tính huy động 810 tỷ đồng (70% tổng CAPEX mới trong 10 năm tới), do đó giúp giảm đáng kể nhu cầu về nợ vay.
- Biên lợi nhuận ròng** ước tính ổn định về mức 25% khi hoạt động tại các bệnh viện mới dần ổn định và hết thời gian ưu đãi thuế.

## 6. Tóm tắt định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp DCF và phương pháp bội số để xác định tiềm năng tăng trưởng của công ty trong những năm tới, với tỷ trọng 50% và 50% cho mỗi phương pháp. Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với TNH, với giá mục tiêu 1 năm là 51.800 đồng/cp, tương đương mức sinh lời 26% so với mức giá tại ngày 10/9/2021. TNH sở hữu vị trí đặc địa với vốn đầu tư ban đầu thấp và chi phí được kiểm soát chặt chẽ và sẵn sàng mở rộng quy mô và các dịch vụ y tế chuyên khoa. Khi những kế hoạch này thực hiện, TNH sẽ được hưởng lợi từ tăng trưởng cao về nhu cầu chăm sóc sức khỏe tại Việt Nam trong 10-20 năm tới. Ngoài ra, TNH hiện là một trong số ít các bệnh viện niêm yết tại Việt Nam với hoạt động kinh doanh tích cực, có thể thúc đẩy định giá cổ phiếu tăng cao.

### Bảng tóm tắt định giá

Phương pháp định giá	Giá trị
Phương pháp DCF (50%)	54.600
Phương pháp bội số P/E (50%)	49.200
Giá mục tiêu trung bình	51.800
<b>% Tăng giá</b>	<b>+26%</b>

Nguồn: SSI Research ước tính

#### a. Định giá DCF

Mô hình định giá tài sản vốn (CAPM)		Chi phí vốn bình quân gia quyền	
Beta có đòn bẩy	0,4	Chi phí vốn	8,4%
Lãi suất phi rủi ro (TPCP 10 năm)	2,4%	Chi phí nợ vay	7,0%
Phần bù rủi ro đối với thị trường Việt Nam	9,3%	Thuế TNDN	3,0%
<b>Chi phí vốn</b>	<b>8,4%</b>	Vốn CSH/ (Vốn CSH+Nợ)	56,2%
<b>Tăng trưởng cuối kỳ</b>	<b>1,0%</b>	<b>WACC</b>	<b>7,5%</b>

Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp (tỷ đồng)	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2031F	Cuối kỳ
CFO	(10)	96	70	92	152	580	620
Lãi sau thuế	6	10	10	11	9	5	0
CAPEX	(70)	(46)	(274)	(284)	(404)	(254)	(323)
<b>Dòng tiền tự do (FCFF)</b>	<b>(73)</b>	<b>60</b>	<b>(195)</b>	<b>(181)</b>	<b>(241)</b>	<b>331</b>	<b>296</b>
Tăng trưởng cuối kỳ						<b>Giá trị cuối</b>	<b>4.525</b>
<b>Giá trị hiện tại</b>	<b>(71)</b>	<b>55</b>	<b>(165)</b>	<b>(144)</b>	<b>(177)</b>	<b>185</b>	<b>162</b>
Giá trị hiện tại của FCFF	992						
Giá trị hiện tại của giá trị cuối	1.627						
<b>Tổng giá trị doanh nghiệp</b>	<b>2.619</b>						
Tiền và tương đương tiền	101						
Nợ vay	474						
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.246</b>						
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	0,041						
<b>Giá trị trên mỗi cổ phiếu (VND)</b>	<b>54.600</b>						

**b. Các công ty cùng ngành trong khu vực**

Các bệnh viện niêm yết	Quốc gia	Doanh thu (tỷ đồng)	CAGR doanh thu 5 năm gần nhất	Biên LN gộp	Biên LN ròng	P/E TB 5 năm
Bangkok Chain Hospital	Thái Lan	6.500	9,5%	33,4%	14,0%	28,6
Chularat Hospital	Thái Lan	3.424	10,5%	31,2%	16,4%	18
Ladprao General Hospital	Thái Lan	1.229	7,9%	24,4%	8,1%	20,63
Ekachai Medical Care	Thái Lan	443	15,2%	30,4%	11,2%	23,25
Kovai Medical Centre	Ấn Độ	2.118	7,2%	43,2%	11,2%	14,4
Dr Agarwal's Eye Hospital	Ấn Độ	343	4,4%	27,1%	7,8%	25,8
Lotus Eye Hospital & Institute	Ấn Độ	92	4,6%	24,3%	5,2%	24,2
Siloam International Hospital	Indonesia	11.200	8,3%	25,9%	2,3%	28,8
Wenzhou Kangning Hospital	Trung Quốc	3.220	20,5%	27,7%	6,8%	30,1
Bệnh viện tim Tâm Đức	Việt Nam	570	3,0%	22,4%	11,6%	16,8
<b>Bệnh viện Thái Nguyên</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>335</b>	<b>10,4%</b>	<b>46,4%</b>	<b>32,5%</b>	<b>14,6</b>
<b>Trung bình</b>		<b>2.689</b>	<b>9,2%</b>	<b>30,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>23,45</b>

## 7. Rủi ro đầu tư

**Rủi ro chính sách:** Môi trường chính sách trong ngành y tế thường thay đổi liên tục, đặc biệt trong 10 năm qua (2010-2020) khi Chính phủ thực hiện nhiều cải cách đối với các bệnh viện trên toàn quốc. Trong 10 năm tới (2021-2031), sẽ tiếp tục có nhiều thay đổi trong quy định ngành y tế, đặc biệt đối với các bệnh viện tư, do khu vực tư nhân đóng vai trò ngày càng quan trọng trong hệ thống y tế Việt Nam.

**Rủi ro quản trị doanh nghiệp:** Hiện tại, ban lãnh đạo TNH chỉ nắm giữ 36% cổ phần, mỗi thành viên nắm giữ dưới 10%. Đây là tỷ lệ thấp, đặc biệt trong ngành y tế, khi ban lãnh đạo đóng vai trò quan trọng trong việc điều hành bệnh viện. Sau đợt phát hành cổ phiếu sắp tới, tỷ lệ sở hữu của BLĐ sẽ pha loãng hơn nữa chỉ còn nắm 23% cổ phần. Rủi ro quản trị doanh nghiệp có thể xảy ra liên quan đến tỷ lệ sở hữu TNH tại các bệnh viện mới xây, có thể dẫn đến vấn đề rò rỉ doanh thu nếu TNH sở hữu dưới 50%. Ví dụ đối với 2 bệnh viện chuyên khoa mới (Phụ sản và Mắt), TNH hiện sở hữu dưới 50% (tương ứng 46% và 48%). Trước đây, BLĐ giải thích tỷ lệ sở hữu <50% nhằm chia sẻ gánh nặng đầu tư với bệnh viện/ đơn vị khác, lý do này vấp phải nhiều ý kiến từ các cổ đông. Do đó, TNH phải điều chỉnh lại kế hoạch đầu tư và công bố mua lại cổ phần kiểm soát (51%-75%) tại các bệnh viện này vì TNH sẽ có thêm tiềm lực tài chính nếu phát hành thêm cổ phiếu thành công. Chúng tôi cho rằng công ty vẫn cần đa dạng hóa cơ cấu cổ đông và có thêm một số cổ đông lớn nằm ngoài BLĐ bệnh viện để phòng ngừa rủi ro trong hoạt động và một số cơ chế thưởng cho BLĐ, như phát hành ESOP để khuyến khích họ tiếp tục gắn bó với công ty.

**Rủi ro danh tiếng:** Ngành y tế khá nhạy cảm, và đặc biệt đối với việc vận hành bệnh viện do liên quan mật thiết tới sức khỏe cộng đồng và mạng sống con người. Bất kỳ sai sót nào trong quá trình hoạt động liên quan đến phẫu thuật, tiếp đón bệnh nhân và các vấn đề khác có thể ảnh hưởng đáng kể đến danh tiếng bệnh viện và làm giảm doanh thu và niềm tin khách hàng. Do TNH đang mở rộng thêm bệnh viện, công ty bắt đầu đầu tư hơn vào vấn đề kiểm soát nội bộ và các giải pháp khả thi khác để kiểm soát rủi ro.

**Rủi ro tranh giành thị phần giữa các bệnh viện trong cùng khu vực:** Mở thêm nhiều bệnh viện mới trong cùng khu vực Thái Nguyên sẽ phát sinh rủi ro các bệnh viện có thể giành thị phần của nhau và giảm tỷ lệ lấp đầy chung của TNH. Bệnh viện Yên Bình và Thái Nguyên đều là bệnh viện đa khoa và chúng tôi lưu ý các bệnh viện này có cùng danh mục dịch vụ khám chữa bệnh và phân khúc khách hàng.



## 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

Chuyên viên phân tích cao cấp

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

thanhntk@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