

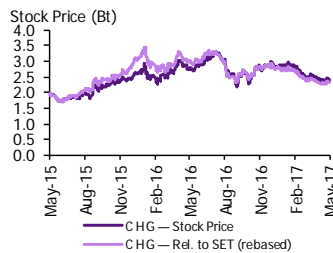
## ชื่อ

## Stock Data

Last close (May 12) (Bt)	2.36
12-m target price (Bt)	3.50
Upside (Downside) to TP (%)	48.31
Mkt cap (Btbn)	25.96
Mkt cap (US\$m)	748

Bloomberg code	CHG TB
Reuters code	CHG.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.17
Sector % SET	4.51
Shares issued (mn)	11,000
Par value (Bt)	0.10
12-m high / low (Bt)	3.3 / 2.1
Avg. daily 6m (US\$m)	3.13
Foreign limit / actual (%)	49 / 5
Free float (%)	39.5
Dividend policy (%)	≥ 50

## Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

## Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	(3.3)	(15.1)	(15.1)
Relative to SET	(0.4)	(13.5)	(23.3)

Source: SET, SCBS Investment Research

## รวีบุษ ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุน บมจ. ไทยพาณิชย์

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

## ไตรมาส 1/60: กำไรเป็นไปตามคาด

กำไรเป็นไปตามคาด CHG รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 1/60 จำนวน 153 ล้านบาท (0.014 บาท/หุ้น) ลดลง 3% YoY แต่เพิ่มขึ้น 16% QoQ ผลประกอบการอ่อนแอตามตลาดคาด กำไรที่ลดลง YoY เกิดจาก EBITDA margin ที่ลดลง ในขณะที่กำไรที่เพิ่มขึ้น QoQ เกิดจากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่ลดลง กำไรไตรมาส 1/60 คิดเป็น 23% ของประมาณการกำไรทั้งปีของเรา ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตของบริษัทที่ 25% อยู่เล็กน้อย

## สรุปรายการสำคัญในไตรมาส 1/60:

- รายได้อยู่ที่ 937 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 6% YoY และ 3% QoQ เมื่อแยกตามประเภทบริการ พบว่ารายได้จากบริการผู้ป่วยเงินสด (55% ของรายได้) เติบโตต่ำที่ 6% YoY (แต่ลดลง 4% QoQ) หลักๆ เกิดจากปริมาณผู้ป่วยที่เติบโตต่ำ รายได้จากบริการผู้ป่วยประกันสังคม (41% ของรายได้) เพิ่มขึ้นถึง 24% YoY (และ 14% QoQ) หลักๆ ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากรายได้ต่อหัวผู้ประกันตนในระบบประกันสังคมที่สูงขึ้น (+20% YoY และ +14% QoQ) รายได้จากผู้ป่วยที่ส่งต่อมาจากโรงพยาบาลอื่นๆ ได้ระบบประกันสุขภาพถ้วนหน้า (6% ของรายได้อื่น) ลดลงอย่างต่อเนื่องที่ 49% YoY (แต่เพิ่มขึ้น 4% QoQ)
- แม้รายได้เติบโตต่ำ แต่เรามองบวกต่อ EBITDA margin ที่ปรับตัวดีขึ้น EBITDA margin อยู่ที่ 27% ในไตรมาส 1/60 ลดลงเล็กน้อยจาก 27.1% ในไตรมาส 1/59 แต่ดีกว่า 23.3% ในไตรมาส 4/59 โดยเกิดจากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่ลดลง
- อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนอยู่ในระดับต่ำที่ 0.2 เท่า ณ เดือนมีนาคม 2560

## CHG earnings review

(Bt mn)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	YoY%	QoQ%
Revenue	886	876	963	912	937	5.7	2.6
Gross profit	304	256	320	288	312	2.6	8.2
EBITDA	241	196	259	213	252	4.9	18.7
<b>Core profit</b>	<b>157</b>	<b>116</b>	<b>160</b>	<b>131</b>	<b>153</b>	<b>(2.5)</b>	<b>16.3</b>
<b>Net profit</b>	<b>157</b>	<b>116</b>	<b>160</b>	<b>131</b>	<b>153</b>	<b>(2.5)</b>	<b>16.3</b>
EPS (Bt/share)	0.014	0.011	0.015	0.012	0.014	(2.5)	16.3
<b>Balance Sheet</b>							
Total Assets	3,877	4,095	4,478	4,518	4,641	19.7	2.7
Total Liabilities	716	949	1,251	1,294	1,239	73.1	(4.3)
Total Equity	3,161	3,145	3,227	3,224	3,403	7.6	5.6
BVPS (Bt/share)	0.29	0.29	0.29	0.29	0.31	7.6	5.6
<b>Financial Ratio</b>							
Gross Margin (%)	34.3	29.2	33.2	31.6	33.3	(1.0)	1.7
EBITDA margin (%)	27.1	22.4	26.9	23.3	27.0	(0.2)	3.7
Net Profit Margin (%)	17.7	13.2	16.6	14.4	16.3	(1.4)	1.9
ROA (%)	17.2	12.2	16.1	13.0	14.4		
ROE (%)	20.6	15.2	20.7	17.0	18.6		
Debt to equity (X)	0.04	0.12	0.20	0.25	0.20		
<b>Revenue breakdown</b>							
Cash-OPD	254	249	293	297	275	8.3	(7.4)
Cash-IPD	216	204	257	225	224	3.7	(0.4)
SSO	309	332	335	337	383	23.9	13.6
NHSO	107	90	78	53	55	(48.6)	3.8

Source: Company data, SCBS Investment Research

คงคำแนะนำ "ซื้อ" เรียงคงประมาณการกำไรของเราไว้ที่ 675 ล้านบาทในปี 2560 (+20% YoY) โดยอิงกับมุมมองที่ว่าปริมาณผู้ป่วยจะปรับตัวเพิ่มขึ้นและบริการผู้ป่วยประกันสังคมจะเติบโตมากขึ้น ราคาหุ้น CHG ปรับตัวลดลงมาแล้ว 15% YTD (เทียบกับ SET ที่ปรับขึ้น 2%) ซึ่งให้เห็นว่าผลประกอบการที่อ่อนแอสะท้อนในราคาหุ้นแล้ว เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" CHG ด้วยราคาเป้าหมาย 3.5 บาท/หุ้น และเลือก CHG เป็น top pick อันดับหนึ่งของเราในกลุ่มการแพทย์

## Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	FY2015	FY2016	FY2017F	FY2018F	FY2019F
Revenue	(Btmn)	3,155	3,637	4,126	4,913	5,727
EBITDA	(Btmn)	835	909	1,125	1,374	1,633
Core profit	(Btmn)	538	564	675	842	1,016
Reported profit	(Btmn)	538	564	675	842	1,016
Core EPS	(Bt)	0.049	0.051	0.061	0.077	0.092
DPS	(Bt)	0.036	0.036	0.045	0.055	0.065
P/E, core	(x)	48.2	46.0	38.4	30.8	25.5
EPS growth, core	(%)	12.0	4.8	19.7	24.7	20.7
P/BV, core	(x)	8.7	8.1	7.4	6.7	6.0
ROE	(%)	18.7	18.2	20.1	22.8	24.8
Dividend yield	(%)	1.5	1.5	1.9	2.3	2.7
EV/EBITDA	(x)	30.7	29.0	23.2	19.0	16.0

Source: SCBS Investment Research

**Financial statement**

**Profit and Loss Statement (Btmn)**

FY Dec 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total revenue	3,155	3,637	4,126	4,913	5,727
Cost of goods sold	(2,082)	(2,469)	(2,780)	(3,288)	(3,816)
<b>Gross profit</b>	<b>1,073</b>	<b>1,168</b>	<b>1,346</b>	<b>1,625</b>	<b>1,911</b>
SG&A	(426)	(494)	(522)	(601)	(679)
Other income	24	21	41	49	57
Interest expense	1	10	21	19	18
<b>Pre-tax profit</b>	<b>670</b>	<b>686</b>	<b>845</b>	<b>1,054</b>	<b>1,272</b>
Corporate tax	132	121	169	211	254
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	0	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>Core profit</b>	<b>538</b>	<b>564</b>	<b>675</b>	<b>842</b>	<b>1,016</b>
Extra-ordinary items	0	0	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>538</b>	<b>564</b>	<b>675</b>	<b>842</b>	<b>1,016</b>
EBITDA	835	909	1,125	1,374	1,633
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>0.05</b>	<b>0.05</b>	<b>0.06</b>	<b>0.08</b>	<b>0.09</b>
Net EPS (Bt)	0.05	0.05	0.06	0.08	0.09
DPS (Bt)	0.01	0.04	0.04	0.05	0.06

**Profit and Loss Statement (Btmn)**

FY Dec 31	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17
Total revenue	886	876	963	912	937
Cost of goods sold	(582)	(620)	(643)	(624)	(625)
<b>Gross profit</b>	<b>304</b>	<b>256</b>	<b>320</b>	<b>288</b>	<b>312</b>
SG&A	114	118	122	140	125
Other income	4	6	6	4	4
Interest expense	1	1	3	4	4
<b>Pre-tax profit</b>	<b>193</b>	<b>143</b>	<b>201</b>	<b>149</b>	<b>187</b>
Corporate tax	37	27	40	17	35
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>Core profit</b>	<b>157</b>	<b>116</b>	<b>160</b>	<b>131</b>	<b>153</b>
Extra-ordinary items	0	0	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>157</b>	<b>116</b>	<b>160</b>	<b>131</b>	<b>153</b>
EBITDA	241	196	259	213	252
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>
Net EPS (Bt)	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01

**Balance Sheet (Btmn)**

FY Dec 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total current assets	1,353	1,335	1,541	1,622	1,805
Total fixed assets	1,987	2,936	3,097	3,416	3,692
<b>Total assets</b>	<b>3,560</b>	<b>4,518</b>	<b>4,893</b>	<b>5,306</b>	<b>5,780</b>
Total loans	78	794	744	694	694
Total current liabilities	540	1,096	1,239	1,330	1,374
Total long-term liabilities	26	157	107	57	57
<b>Total liabilities</b>	<b>591</b>	<b>1,294</b>	<b>1,387</b>	<b>1,428</b>	<b>1,472</b>
Paid-up capital	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
<b>Total equity</b>	<b>2,969</b>	<b>3,224</b>	<b>3,506</b>	<b>3,878</b>	<b>4,308</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>0.27</b>	<b>0.29</b>	<b>0.32</b>	<b>0.35</b>	<b>0.39</b>

**Balance Sheet (Btmn)**

FY Dec 31	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17
Total current assets	1,418	1,389	1,421	1,335	1,369
Total fixed assets	2,173	2,412	2,778	114	3,028
<b>Total assets</b>	<b>3,877</b>	<b>4,095</b>	<b>4,478</b>	<b>4,518</b>	<b>4,641</b>
Total loans	123	369	661	801	681
Total current liabilities	645	852	1,133	1,096	983
Total long-term liabilities	42	69	91	157	214
<b>Total liabilities</b>	<b>716</b>	<b>949</b>	<b>1,251</b>	<b>1,294</b>	<b>1,239</b>
Paid-up capital	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
<b>Total equity</b>	<b>3,161</b>	<b>3,145</b>	<b>3,227</b>	<b>3,224</b>	<b>3,403</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>0.29</b>	<b>0.29</b>	<b>0.29</b>	<b>0.29</b>	<b>0.31</b>

**Cash Flow Statement (Btmn)**

FY Dec 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Core Profit	538	564	675	842	1,016
Depreciation and amortization	164	213	259	301	343
Operating cash flow	710	774	966	1,114	1,330
Investing cash flow	(588)	(1,155)	(420)	(620)	(620)
Financing cash flow	(174)	679	(401)	(520)	(636)
<b>Net cash flow</b>	<b>(85)</b>	<b>268</b>	<b>139</b>	<b>(39)</b>	<b>59</b>

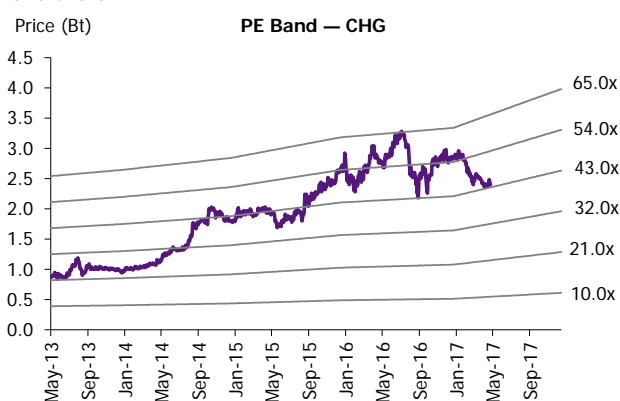
**Main Assumptions**

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
<b>Revenue breakdown (%)</b>					
Cash service	51	55	60	64	67
Social securities (SC)	36	36	34	31	28
Universal coverage project (UC)	13	9	6	6	5

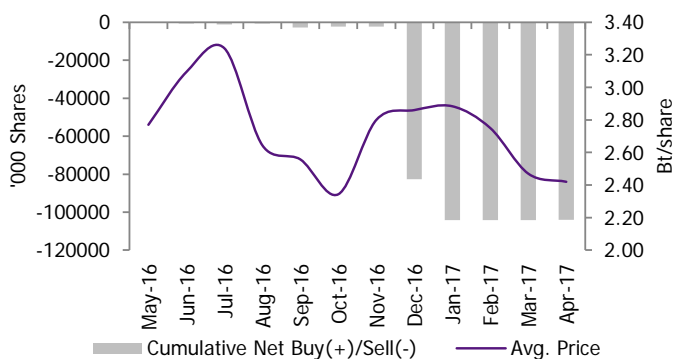
**Key Financial Ratios**

FY Dec 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Gross margin(%)	34.0	32.1	32.6	33.1	33.4
Operating margin(%)	20.5	18.5	20.0	20.8	21.5
EBITDA margin(%)	26.3	24.8	27.0	27.7	28.2
EBIT margin(%)	19.5	20.5	21.5	22.5	23.5
Net profit margin(%)	17.1	15.5	16.4	17.1	17.7
ROE (%)	18.7	18.2	20.1	22.8	24.8
ROA (%)	15.8	14.0	14.3	16.5	18.3
Net D/E (x)	net cash	0.1	0.0	0.0	0.0
Interest coverage (x)	1,031.2	95.4	54.5	71.9	92.7
Debt service coverage (x)	15.8	1.4	1.7	2.1	2.5
Payout Ratio (%)	24.5	70.2	70.0	70.0	70.0

**PE Band Chart**

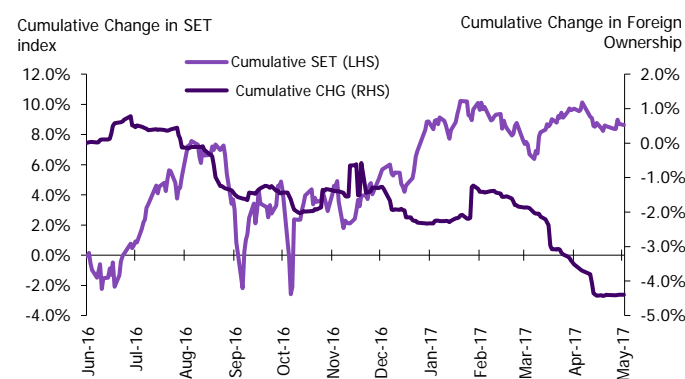


Ø **12-Month Cumulative directors trade**



Source: SEC

**12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index**



Source: SET, SCBS Investment Research

