

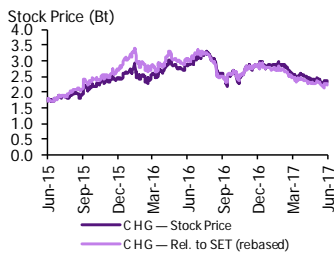
## ชื่อ

### Stock Data

Last close (Jun 2) (Bt)	2.42
12-m target price (Bt)	3.50
Upside (Downside) to TP (%)	44.63
Mkt cap (Btbn)	26.62
Mkt cap (US\$m)	780

Bloomberg code	CHG TB
Reuters code	CHG.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.17
Sector % SET	4.18
Shares issued (mn)	11,000
Par value (Bt)	0.10
12-m high / low (Bt)	3.3 / 2.1
Avg. daily 6m (US\$m)	2.99
Foreign limit / actual (%)	49 / 5
Free float (%)	40.5
Dividend policy (%)	≥ 50

### Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

### Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	(0.8)	(6.2)	(16.7)
Relative to SET	(1.0)	(6.3)	(23.6)

Source: SET, SCBS Investment Research

### รวีบุษ ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

## ขยายกิจการเสร็จ – ถึงเวลาที่กำไรจะเติบโต

เรามองว่า CHG เป็นหุ้นที่น่าสนใจในด้านกำไร เพราะกำไรปกติจะเติบโตที่ CAGR 18% ในระยะ 2 ปีข้างหน้า แข็งแกร่งที่สุดในกลุ่มการแพทย์ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการขยายกิจการโรงพยาบาลหลัก 3 แห่งของบริษัทที่เสร็จสิ้นและพร้อมที่จะรองรับความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ที่เพิ่มสูงขึ้น แนวโน้ม upside ของกำไร คือ การปรับเพิ่มอัตรากำไรสุทธิจากการขยายรายได้ ประกันสังคม ราคาหุ้น CHG ปรับตัวลดลง 16% YTD เพราะถูกกดลงโดยกำไรที่ลดลงในระยะสั้น และต่อนี้ก็ซื้อขายที่ EV/EBITDA ปี 2561 ต่ำกว่าระดับค่าเฉลี่ยในอดีต เราแนะนำ “ซื้อ” CHG ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2561 ที่ 3.5 บาท/หุ้น และเลือก CHG เป็น top pick อันดับ 2 ของเราในกลุ่มการแพทย์

กำไรที่อ่อนแอในไตรมาส 1/60 เกิดขึ้นชั่วคราว กำไรปกติไตรมาส 1/60 ของ CHG อ่อนแอ โดยหดตัวลง 2% YoY (แต่ +16% QoQ) เพราะถูกกดลงโดยปริมาณผู้ป่วยในสำหรับบริการเงินสดที่ลดลง 7% YoY จากฐานสูงของปีก่อนซึ่งเป็นช่วงที่ใช้หัตถ์ใหญ่และใช้เลือดออกแพร่ระบาด แม้ผลการดำเนินงานอาจจะปรับตัวขึ้นและลดตามระดับความรุนแรงในการระบาดของโรคตามฤดูกาล แต่ดูเหมือนจะไม่เหมาะสมที่จะใช้จำนวนผู้ป่วยโรคเหล่านี้เป็นเครื่องชี้แนวโน้ม เนื่องจากการค้นคว้าของเราพบว่า แม้กระทั่งในปี 2557 ที่จำนวนผู้ป่วยใช้หัตถ์ใหญ่และใช้เลือดออกทั้งหมดในประเทศไทยปรับตัวลดลง 42% YoY (จาก +40% ในปี 2556) แต่จำนวนผู้ป่วยเงินสดไทยของ CHG ยังเติบโต 6% YoY ดังนั้นเราจึงมองว่ากำไรที่อ่อนแอในไตรมาส 1/60 จะเกิดขึ้นแค่ช่วงสั้นๆ และยังคงคาดว่าความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ในประเทศไทยจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างประชากร และการเกิดโรคไม่ติดต่อ เช่น มะเร็ง เพิ่มมากขึ้น

แนวโน้มระยะยาวยังเป็นบวก เรายังคงมุมมองเชิงบวกในระยะยาวต่อ CHG บริษัทมีความสามารถในการให้บริการพร้อมรองรับความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ที่เพิ่มขึ้น ทั้งนี้ก่อนขยายกิจการ อัตราการครองเตียงของ CHG ทำจุดสูงสุดที่ 95% ทำให้โอกาสเติบโตมีจำกัด อย่างไรก็ตาม บริษัทดำเนินการขยายกิจการที่โรงพยาบาลหลัก 3 แห่ง (โรงพยาบาลจุฬารัตน์ 3, โรงพยาบาลจุฬารัตน์ 9, และโรงพยาบาลจุฬารัตน์ 11) แล้วเสร็จในไตรมาส 3/59 ทำให้จำนวนเตียงปรับเพิ่มขึ้นอีก 30% จาก 447 เตียง สู่ 582 เตียง

ปรับประมาณการกำไร เราปรับประมาณการกำไรปกติของ CHG ลดลง 11% ในปี 2560 เพื่อสะท้อนผลกระทบไตรมาส 1/60 ที่อ่อนแอ แต่ปรับประมาณการกำไรปี 2561 ลดลงเพียง 7% ทั้งนี้ภายหลังปรับประมาณการกำไร เราคาดว่ากำไรปกติของ CHG จะเติบโตในอัตราเฉลี่ยต่อปี 7% YoY ในปี 2560 หลังจากนั้นก็จะเติบโตแบบก้าวกระโดดที่ 31% YoY ในปี 2561 ซึ่งจะส่งผลทำให้กำไรเติบโตที่ CAGR 18% ในระยะ 2 ปีข้างหน้า แข็งแกร่งที่สุดในกลุ่มการแพทย์

Upside จากบริการประกันสังคม รายได้จากการผู้ป่วยประกันสังคมของ CHG เติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ 24% YoY และ 14% QoQ ในไตรมาส 1/60 และคิดเป็น 41% ของรายได้ทั้งหมด เราคาดว่าโมเมนตัมที่แข็งแกร่งเช่นนี้จะเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากจำนวนผู้ประกันตนเพิ่มขึ้น (จาก 8.9 ล้านคนในปี 2549 สู่ 14.1 ล้านคนในเดือนเม.ย. 2560) ในขณะที่จำนวนโรงพยาบาลที่ให้บริการผู้ป่วยประกันสังคมลดลง (-6% ตั้งแต่ปี 2549 ถึงปี 2559) แนวโน้ม upside จะอยู่ที่รายได้เพิ่มเติมจากสวัสดิการใหม่ คือ การตรวจสุขภาพประจำปีสำหรับผู้ประกันตนในระบบประกันสังคม และแนวโน้มที่จะมีการปรับเพิ่มอัตรากำไรสุทธิจากการขยายรายได้ประกันสังคมที่ไม่ได้ปรับขึ้นมาตั้งแต่ปี 2555 เรายังไม่ได้รายการเหล่านี้เข้ามาใส่ไว้ในประมาณการของเรา

คงคำแนะนำ “ซื้อ” และเป็น top pick อันดับ 2 ในกลุ่มการแพทย์ ราคาหุ้น CHG ปรับตัวลดลง 16% YTD เพราะถูกกดลงโดยกำไรที่ลดลงในระยะสั้น ปัจจุบันหุ้น CHG ซื้อขายที่ EV/EBITDA ปี 2560 ระดับ 20.4 เท่า ต่ำกว่าระดับค่าเฉลี่ยในอดีตนับตั้งแต่ IPO ในเดือนพ.ค. 2556 เราเชื่อว่า CHG ควรมี valuation ที่สูงกว่าหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มการแพทย์ เนื่องจากกำไรของบริษัทมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งมากที่สุด เราแนะนำ “ซื้อ” CHG ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2561 ที่ 3.5 บาท/หุ้น (ไม่เปลี่ยนแปลง); CHG เป็น top pick อันดับ 2 ของเราในกลุ่มการแพทย์

### Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Revenue	(Btmn)	3,155	3,637	3,863	4,844	5,661
EBITDA	(Btmn)	835	909	1,032	1,305	1,531
Core profit	(Btmn)	538	564	601	787	935
Reported profit	(Btmn)	538	564	601	787	935
Core EPS	(Bt)	0.049	0.051	0.055	0.072	0.085
DPS	(Bt)	0.036	0.036	0.045	0.055	0.059
P/E, core	(x)	49.0	46.8	43.9	33.5	28.2
EPS growth, core	(%)	12.0	4.8	6.5	30.9	18.8
P/BV, core	(x)	8.9	8.2	7.7	6.9	6.3
ROE	(%)	18.7	18.2	18.1	21.8	23.4
Dividend yield	(%)	1.5	1.5	1.9	2.3	2.5
EV/EBITDA	(x)	31.2	29.4	25.8	20.4	17.4

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	3,863	4,844	5,661
Cost of goods sold	(2,082)	(2,469)	(2,622)	(3,278)	(3,841)
<b>Gross profit</b>	<b>1,073</b>	<b>1,168</b>	<b>1,241</b>	<b>1,566</b>	<b>1,819</b>
SG&A	(426)	(494)	(507)	(610)	(689)
Other income	24	21	39	48	57
Interest expense	1	10	21	19	18
<b>Pre-tax profit</b>	<b>670</b>	<b>686</b>	<b>752</b>	<b>985</b>	<b>1,170</b>
Corporate tax	132	121	150	197	234
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>601</b>	<b>787</b>	<b>935</b>
Extra-ordinary items	0	0	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>538</b>	<b>564</b>	<b>601</b>	<b>787</b>	<b>935</b>
EBITDA	835	909	1,032	1,305	1,531
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>0.05</b>	<b>0.05</b>	<b>0.05</b>	<b>0.07</b>	<b>0.08</b>
Net EPS (Bt)	0.05	0.05	0.05	0.07	0.08
DPS (Bt)	0.04	0.04	0.04	0.05	0.06

#### Balance Sheet (Btmn)

FY Dec 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total current assets	1,353	1,335	1,444	1,544	1,690
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>4,791</b>	<b>5,227</b>	<b>5,663</b>
Total loans	78	794	744	694	694
Total current liabilities	540	1,096	1,211	1,328	1,378
Total long-term liabilities	26	157	107	57	57
<b>Total liabilities</b>	<b>591</b>	<b>1,294</b>	<b>1,359</b>	<b>1,426</b>	<b>1,476</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>3,432</b>	<b>3,801</b>	<b>4,187</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>0.27</b>	<b>0.29</b>	<b>0.31</b>	<b>0.35</b>	<b>0.38</b>

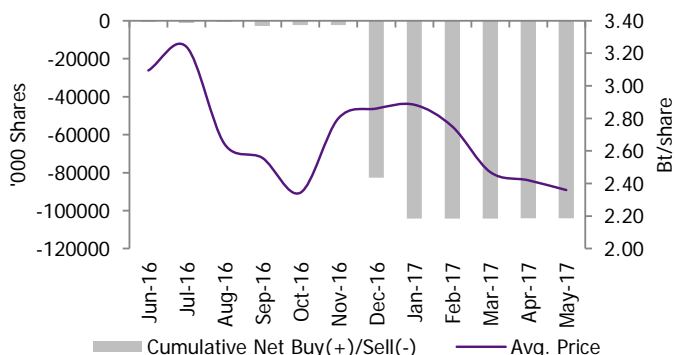
#### Cash Flow Statement (Btmn)

FY Dec 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Core Profit	538	564	601	787	935
Depreciation and amortization	164	213	259	301	343
Operating cash flow	710	774	901	1,055	1,252
Investing cash flow	(588)	(1,155)	(420)	(620)	(620)
Financing cash flow	(284)	415	(401)	(468)	(598)
<b>Net cash flow</b>	<b>(195)</b>	<b>4</b>	<b>79</b>	<b>(50)</b>	<b>20</b>

#### Key Financial Ratios

FY Dec 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Gross margin(%)	34.0	32.1	32.1	32.3	32.1
Operating margin(%)	20.5	18.5	19.0	19.7	20.0
EBITDA margin(%)	26.3	24.8	26.4	26.7	26.8
EBIT margin(%)	19.5	20.5	21.5	22.5	23.5
Net profit margin(%)	17.1	15.5	15.6	16.2	16.5
ROE (%)	18.7	18.2	18.1	21.8	23.4
ROA (%)	15.8	14.0	12.9	15.7	17.2
Net D/E (x)	net cash	0.1	0.1	0.1	0.0
Interest coverage (x)	1,031.2	95.4	50.0	68.3	86.9
Debt service coverage (x)	15.8	1.4	1.6	2.0	2.3
Payout Ratio (%)	73.6	70.2	70.0	70.0	70.0

#### 12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

#### 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

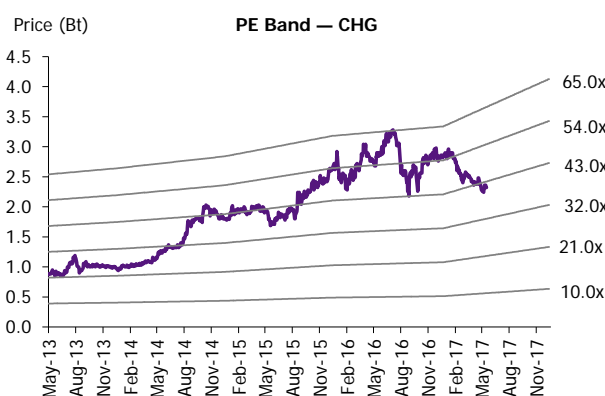
#### Balance Sheet (Btmn)

FY Dec 31	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>

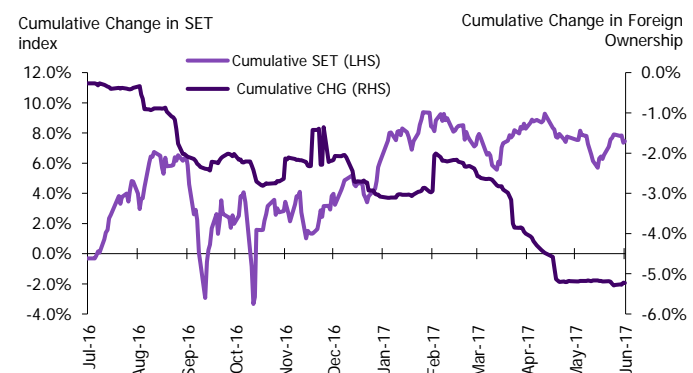
#### Main Assumptions

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
<b>Revenue breakdown (%)</b>					
Cash service	51	55	56	62	66
Social securities (SC)	36	36	37	32	29
Universal coverage project (UC)	13	9	7	6	5

#### PE Band Chart



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



Source: SET, SCBS Investment Research

