

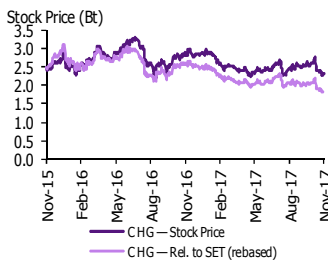
## ซื้อ

### Stock Data

Last close (Dec 8) (Bt)	2.10
12-m target price (Bt)	2.90
Upside (Downside) to TP (%)	38.10
Mkt cap (Btbn)	23.10
Mkt cap (US\$mn)	709

Bloomberg code	CHG TB
Reuters code	CHG.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.14
Sector % SET	4.37
Shares issued (mn)	11,000
Par value (Bt)	0.10
12-m high / low (Bt)	3 / 2.1
Avg. daily 6m (US\$mn)	3.93
Foreign limit / actual (%)	49 / 6
Free float (%)	40.5
Dividend policy (%)	≥ 50

### Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

### Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	(14.6)	(16.7)	(29.1)
Relative to SET	(14.8)	(20.1)	(36.5)

Source: SET, SCBS Investment Research

### รวิญช ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนประจำวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

## ราคาหุ้นลดลงมากเกินไป เปิดโอกาสให้เข้าซื้อ

ราคาหุ้น CHG ลดลง 12% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา โดยลดลงมากถึง 6% ในวันซื้อขายล่าสุด สู่ระดับต่ำสุดในรอบ 2 ปี ซึ่งเราเชื่อว่าสะท้อนถึงความกังวลของตลาดเกี่ยวกับผลการดำเนินงานที่อ่อนแอของบริการผู้ป่วยประกันสังคม อย่างไรก็ตาม เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อ CHG เพราะคาดว่ากำไรจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งมากขึ้นในปี 2561 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากบริการผู้ป่วยเงินสดที่เติบโตมากขึ้น หุ้น CHG ซื้อขายที่อัตราส่วน PE ต่ออัตราการเติบโตของกำไรที่ 1.4 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคอยู่ 25% เรามองว่าราคาหุ้น CHG ที่ปรับตัวลดลงมากเกินไปเปิดโอกาสให้เข้าซื้อ และยังคงคำแนะนำ “ซื้อ” CHG ด้วยราคาเป้าหมาย 2.90 บาท/หุ้น (ลดลงจาก 3.5 บาท/หุ้น)

ราคาหุ้นลดลงมากเกินไป valuation ปัจจุบันมี discount 25% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ราคาหุ้น CHG ลดลง 12% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา หลักๆ เกิดขึ้นในวันซื้อขายล่าสุดซึ่งราคาหุ้นลดลง 6% สู่ระดับต่ำสุดในรอบ 2 ปี เพราะถูกจู่ดลงโดยความกังวลของนักลงทุนเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของบริการผู้ป่วยประกันสังคมที่อ่อนแอกว่า BCH ซึ่งเป็นคู่แข่งโดยตรงในไตรมาส 3/60 อย่างไรก็ตาม เรามองว่าราคาหุ้น CHG ลดลงมากเกินไป เนื่องจากหุ้น CHG ซื้อขายที่อัตราส่วน PE ต่ออัตราการเติบโตของกำไรที่ 2561 ที่ 1.4 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคที่ 1.9 เท่า อยู่ 25% ซึ่งเรามองว่าเป็นจุดเข้าซื้อที่ดี เพราะผลตอบแทน/ความเสี่ยงน่าสนใจ เราจึงยังคงคำแนะนำ “ซื้อ” CHG และยังคงเลือก CHG เป็นหนึ่งใน top pick ของเราในกลุ่มการแพทย์

บริการผู้ป่วยเงินสดจะกระตุ้นกำไรให้เติบโต ในช่วง 9 เดือนแรกปี 60 รายได้จากบริการผู้ป่วยเงินสดเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ 11% YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจากปริมาณผู้ป่วยที่เติบโต 8% YoY และรายได้ต่อหัวผู้ป่วยที่เติบโต 3% YoY เราคาดว่าปริมาณผู้ป่วยจะเติบโตอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก: 1) ความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ที่เพิ่มขึ้นในจังหวัดสมุทรปราการ ซึ่งเป็นทำเลหลักของบริษัท เนื่องจากมีความเป็นเมืองมากขึ้น, 2) เศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้น, และ 3) โรงพยาบาลใหม่ในปทุมธานีและฉะเชิงเทรา ซึ่งจะทำให้ความสามารถในการให้บริการ OPD ปรับเพิ่มขึ้น 11% ในปี 2561 และ 10% ในปี 2562 และจำนวนเตียงเพิ่มขึ้น 16% ในปี 2561 และ 13% ในปี 2562 นอกจากนี้เรายังเชื่อว่าความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ในสองจังหวัดนี้จะปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยได้รับอานิสงส์จากเศรษฐกิจและกิจกรรมทางธุรกิจในภาคตะวันออกของประเทศไทยที่มีแนวโน้มเติบโตเพิ่มขึ้นจากการดำเนินโครงการระเบียงเขตเศรษฐกิจภาคตะวันออก (EEC) เราคาดว่ารายได้จากบริการผู้ป่วยเงินสดของ CHG จะเติบโต 25% YoY ในปี 2561 สู่ 61% ของรายได้ทั้งหมด (เพิ่มขึ้นจาก 57% ในปี 2560)

บริการผู้ป่วยประกันสังคมอ่อนแอ ผลการดำเนินงานที่อ่อนแอของบริการผู้ป่วยประกันสังคมเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลทำให้ CHG รายงานผลประกอบการที่อ่อนแอในไตรมาส 3/60 รายได้ต่อผู้ประกันตนเพิ่มขึ้นเพียง 4% YoY และ 2% QoQ ต่ำกว่าที่เราคาด ทั้งๆ ที่มีการปรับเพิ่มอัตราค่ารักษาพยาบาลจ่ายรายหัวประกันสังคมตั้งแต่วันที่ 1 กรกฎาคม 2560 แยกจากรายได้ต่อผู้ประกันตนของ BCH ที่เติบโต 12% YoY และ 18% QoQ อย่างมาก บริษัทไม่ได้เปิดเผยสาเหตุ แต่เราเชื่อว่าจะเป็นเพราะ CHG มีสัดส่วนรายได้จากการรักษาโรครุนแรง (RW>2) ในบริการผู้ป่วยประกันสังคม (ซึ่งมีการปรับเพิ่มอัตราค่ารักษาจ่ายรายหัวมากที่สุด) ค่อนข้างน้อย (Figure 1)

ปรับประมาณการกำไร เราปรับประมาณการกำไรปกติของ CHG ลดลง 3% ในปี 2560 และ 9% ในปี 2561 เพื่อสะท้อนผลการดำเนินงานที่อ่อนแอของบริการผู้ป่วยประกันสังคม ทั้งนี้หลังปรับประมาณการ เราคาดว่ากำไรปกติจะเติบโต 3% YoY ในปี 2560 ก่อนที่จะกลับมาเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ 23% YoY ในปี 2561 หลักๆ เกิดจากบริการผู้ป่วยเงินสดที่แข็งแกร่งมากขึ้น ซึ่งจะสามารถชดเชยบริการผู้ป่วยประกันสังคมที่เติบโตในอัตราชะลอตัว ราคาเป้าหมายใหม่อ้างอิงวิธี DCF อยู่ที่ 2.90 บาท/หุ้น (ลดลงจาก 3.5 บาท/หุ้น)

### Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Revenue	(Btmn)	3,155	3,637	3,793	4,421	5,044
EBITDA	(Btmn)	835	909	1,008	1,214	1,420
Core profit	(Btmn)	538	564	582	714	847
Reported profit	(Btmn)	538	564	582	714	847
Core EPS	(Bt)	0.049	0.051	0.053	0.065	0.077
DPS	(Bt)	0.036	0.036	0.045	0.055	0.054
P/E, core	(x)	42.9	40.9	39.7	32.3	27.3
EPS growth, core	(%)	12.0	4.8	3.2	22.7	18.5
P/BV, core	(x)	7.8	7.2	6.8	6.2	5.7
ROE	(%)	18.7	18.2	17.5	20.0	21.7
Dividend yield	(%)	1.7	1.7	2.1	2.6	2.6
EV/EBITDA	(x)	27.2	25.8	23.1	19.2	16.4

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	3,793	4,421	5,044
Cost of goods sold	(2,082)	(2,469)	(2,578)	(2,996)	(3,407)
<b>Gross profit</b>	<b>1,073</b>	<b>1,168</b>	<b>1,215</b>	<b>1,426</b>	<b>1,637</b>
SG&A	(426)	(494)	(503)	(557)	(610)
Other income	24	21	38	44	50
Interest expense	1	10	21	19	18
<b>Pre-tax profit</b>	<b>670</b>	<b>686</b>	<b>729</b>	<b>894</b>	<b>1,059</b>
Corporate tax	132	121	146	179	212
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>582</b>	<b>714</b>	<b>847</b>
Extra-ordinary items	0	0	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>538</b>	<b>564</b>	<b>582</b>	<b>714</b>	<b>847</b>
EBITDA	835	909	1,008	1,214	1,420
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>0.049</b>	<b>0.051</b>	<b>0.053</b>	<b>0.065</b>	<b>0.077</b>
Net EPS (Bt)	0.049	0.051	0.053	0.065	0.077
DPS (Bt)	0.036	0.036	0.045	0.055	0.054

#### Profit and Loss Statement (Btmn)

FY Dec 31	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17
Total revenue	963	912	937	890	1,032
Cost of goods sold	(643)	(624)	(625)	(624)	(699)
<b>Gross profit</b>	<b>320</b>	<b>288</b>	<b>312</b>	<b>266</b>	<b>334</b>
SG&A	122	140	125	124	129
Other income	6	4	4	7	5
Interest expense	3	4	4	3	4
<b>Pre-tax profit</b>	<b>201</b>	<b>149</b>	<b>187</b>	<b>146</b>	<b>206</b>
Corporate tax	40	17	35	27	37
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>Core profit</b>	<b>160</b>	<b>131</b>	<b>153</b>	<b>119</b>	<b>168</b>
Extra-ordinary items	0	0	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>160</b>	<b>131</b>	<b>153</b>	<b>119</b>	<b>168</b>
EBITDA	259	213	252	211	276
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>0.015</b>	<b>0.012</b>	<b>0.014</b>	<b>0.011</b>	<b>0.015</b>
Net EPS (Bt)	0.015	0.012	0.014	0.011	0.015

#### Balance Sheet (Btmn)

FY Dec 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total current assets	1,353	1,335	1,418	1,422	1,508
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>4,764</b>	<b>5,098</b>	<b>5,471</b>
Total loans	78	794	744	694	694
Total current liabilities	540	1,096	1,203	1,277	1,301
Total long-term liabilities	26	157	107	57	57
<b>Total liabilities</b>	<b>591</b>	<b>1,294</b>	<b>1,351</b>	<b>1,376</b>	<b>1,399</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>3,413</b>	<b>3,722</b>	<b>4,072</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>0.27</b>	<b>0.29</b>	<b>0.31</b>	<b>0.34</b>	<b>0.37</b>

#### Balance Sheet (Btmn)

FY Dec 31	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17
Total current assets	1,421	1,335	1,369	1,416	1,460
Total fixed assets	2,778	114	3,028	114	114
<b>Total assets</b>	<b>4,478</b>	<b>4,518</b>	<b>4,641</b>	<b>4,786</b>	<b>4,937</b>
Total loans	661	801	681	795	805
Total current liabilities	1,133	1,096	983	1,085	1,163
Total long-term liabilities	91	157	214	239	245
<b>Total liabilities</b>	<b>1,251</b>	<b>1,294</b>	<b>1,239</b>	<b>1,370</b>	<b>1,458</b>
Paid-up capital	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
<b>Total equity</b>	<b>3,227</b>	<b>3,224</b>	<b>3,403</b>	<b>3,416</b>	<b>3,479</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>0.29</b>	<b>0.29</b>	<b>0.31</b>	<b>0.31</b>	<b>0.32</b>

#### Cash Flow Statement (Btmn)

FY Dec 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Core Profit	538	564	582	714	847
Depreciation and amortization	164	213	259	301	343
Operating cash flow	710	774	943	999	1,180
Investing cash flow	(588)	(1,155)	(420)	(620)	(620)
Financing cash flow	(284)	415	(401)	(455)	(547)
<b>Net cash flow</b>	<b>(195)</b>	<b>4</b>	<b>121</b>	<b>(87)</b>	<b>2</b>

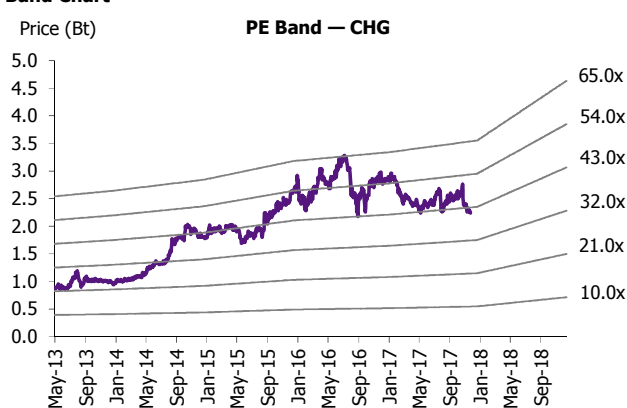
#### Main Assumptions

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
<b>Revenue breakdown (%)</b>					
Cash service	51	55	57	61	65
Social securities (SC)	36	36	37	34	31
Universal coverage project (UC)	13	9	5	5	4

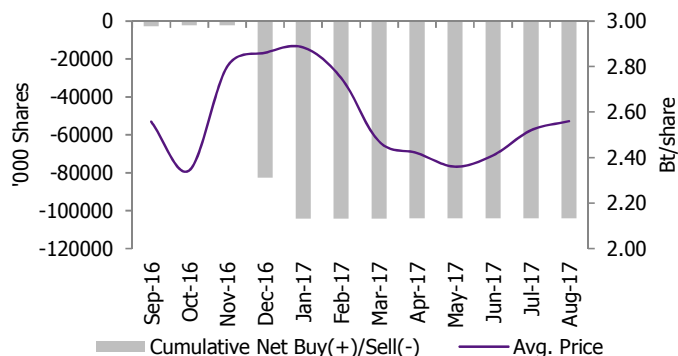
#### Key Financial Ratios

FY Dec 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Gross margin(%)	34.0	32.1	32.0	32.2	32.5
Operating margin(%)	20.5	18.5	18.8	19.7	20.4
EBITDA margin(%)	26.3	24.8	26.3	27.2	27.9
EBIT margin(%)	19.5	20.5	21.5	22.5	23.5
Net profit margin(%)	17.1	15.5	15.4	16.2	16.8
ROE (%)	18.7	18.2	17.5	20.0	21.7
ROA (%)	15.8	14.0	12.5	14.5	16.0
Net D/E (x)	net cash	0.1	0.1	0.1	0.1
Interest coverage (x)	1,031.2	95.4	48.9	63.5	80.6
Debt service coverage (x)	15.8	1.4	1.5	1.9	2.2
Payout Ratio (%)	73.6	70.2	70.0	70.0	70.0

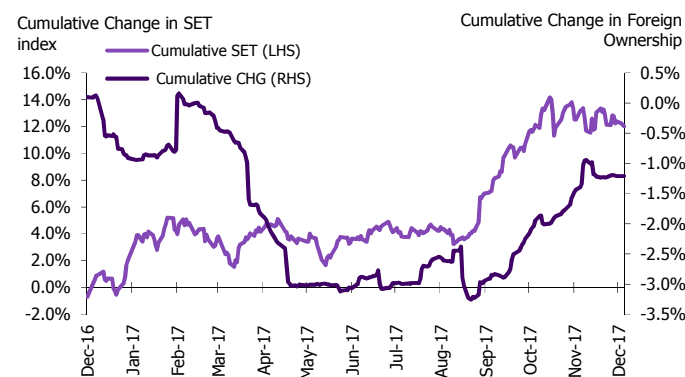
#### PE Band Chart



#### 12-Month Cumulative directors trade



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



Source: SEC

Source: SET, SCBS Investment Research

