

แรงกดดันมาร์จิ้นจากโครงการลงทุนใหม่

ในปี 2567 CHG ตั้งเป้าการเติบโตของรายได้ 15% YoY และ EBITDA margin ดีขึ้น แต่เราคาดว่าเป้าหมายดังกล่าวค่อนข้างท้าทาย เราคาดว่า EBITDA margin จะอ่อนตัวลงอย่างต่อเนื่อง โดยจะอยู่ที่ 22.8% ในปี 2567 จากการดำเนินงานเต็มปีแรกของโครงการลงทุนใหม่สองโครงการ ก่อนที่จะปรับตัวดีขึ้นในปี 2568 เราคาดว่ากำไรปกติของ CHG จะเติบโต 12% สู่ 1.2 พันลบ. ในปี 2567 และกำไรที่แข็งแกร่งขึ้นจะเกิดขึ้นใน 2H67 เป็นหลัก เรายังคงคำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ CHG โดยปรับราคาเป้าหมายสิ้นปี 2567 อ่างอิงวิธี DCF ลดลงสู่ 3.5 บาท/หุ้น (จากเดิมที่ 3.8 บาท/หุ้น)

CHG ตั้งเป้าการเติบโตของรายได้ 15% บริษัทตั้งเป้าการเติบโตของรายได้ 15% YoY ในปี 2567 (จากการเติบโต 17% YoY ในปี 2566 ไม่รวมบริการ COVID-19) ปัจจัยขับเคลื่อนที่สำคัญ คือ การเพิ่มบริการ โดยเฉพาะศูนย์เฉพาะทางที่ ศูนย์การแพทย์จุฬารัตน์ เช่น ศูนย์โรคหลอดเลือดสมอง ศูนย์หัวใจ และศูนย์มะเร็ง การปรับปรุงบริการผู้ป่วยต่างชาติ (4% ของรายได้ปี 2566) และการขยายการให้บริการประกันสังคม (SC, 32% ของรายได้ปี 2566) จากจำนวนผู้ประกันตนที่ลงทะเบียนกับ CHG เพิ่มขึ้นหลังจากบริษัทได้โควตา SC เพิ่มขึ้น

แรงกดดันมาร์จิ้นจากโครงการลงทุนใหม่ CHG ตั้งเป้า EBITDA margin ดีขึ้นในปี 2567 แต่เราคาดว่าเป้าหมายดังกล่าวค่อนข้างท้าทาย โดย EBITDA margin ของ CHG อ่อนแอที่ 22.8% ในปี 2566 (เทียบกับ 23.5% ในปี 2562 ก่อนเกิดโควิด-19) เพราะถูกกดดันโดยโครงการลงทุนใหม่ คือ *โรงพยาบาลจุฬารัตน์แอมโซด* จังหวัดตาก (เปิดในช่วงปลาย 2Q66) และ *ศูนย์การแพทย์จุฬารัตน์* (เปิดใน 3Q66) เราคาดว่า EBITDA margin จะอ่อนแอลงต่อเนื่องที่ 22.8% ในปี 2567 จากการดำเนินงานเต็มปีแรกของโครงการลงทุนใหม่สองโครงการนี้ ก่อนที่ EBITDA margin จะปรับตัวดีขึ้นสู่ 24.1% ในปี 2568

ปรับประมาณการกำไร เราปรับประมาณการกำไรปกติของ CHG ลดลง 2% ในปี 2567 และ 2% ในปี 2568 หลังจากที่เราปรับประมาณการทางการเงิน เราคาดว่ากำไรปกติของ CHG จะเติบโต 12% สู่ 1.2 พันลบ. ในปี 2567 และกำไรที่แข็งแกร่งขึ้นจะเกิดขึ้นใน 2H67 เป็นหลัก สำหรับ 1Q67 เราคาดว่ากำไรปกติของ CHG จะเติบโต YoY (จากรายได้ที่เพิ่มขึ้น) แต่ลดลง QoQ (จากขาดทุนที่โครงการลงทุนใหม่สองโครงการ) เราปรับราคาเป้าหมายสิ้นปี 2567 อ่างอิงวิธี DCF ลดลงสู่ 3.5 บาท/หุ้น (จาก 3.8 บาท/หุ้น) โดยอิงกับ WACC ที่ 6.8% และการเติบโตระยะยาวที่ 3%

ผลกระทบจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยจ่ายโครงการประกันสังคมมีจำกัด เมื่ออิงกับข้อมูลจาก CHG สำนักงานประกันสังคมได้ปรับลดการจ่ายค่ารักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ให้กับโรงพยาบาลเอกชนลงจาก 12,000 บาท/RW (อัตราที่สำนักงานประกันสังคมกำหนด) เหลือ 10,000 บาท/RW สำหรับการให้บริการในเดือนธ.ค. 2565 เนื่องจากงบประมาณปี 2565 ไม่เพียงพอ ส่วนต่างระหว่างจำนวนเงินที่จ่ายจริงกับรายได้ที่บันทึกไว้ส่งผลกระทบต่อรายได้ของ CHG -3 ลบ. ใน 4Q66 ตลาดมีความกังวลเกี่ยวกับโอกาสที่จะมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยจ่าย เนื่องจากการให้บริการรักษาโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ในเดือนต.ค.-ธ.ค. 2566 กำลังอยู่ในระหว่างพิจารณาการเบิกจ่าย รวมถึงจำนวนเงินที่จะจ่ายจริงสำหรับปี 2567 ในขณะที่เราคาดว่าความไม่แน่นอนเกี่ยวกับการเบิกจ่ายเป็นความเสี่ยง แต่จากการประเมินของเราบ่งชี้ว่าผลกระทบมีจำกัด เมื่อใช้สมมติฐานที่มีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยจ่ายจริงสำหรับค่ารักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ลงจาก 12,000 บาท/RW เหลือ 10,000 บาท/RW สำหรับการให้บริการ 1 เดือน จะส่งผลต่อกำไรปี 2567 ของ CHG ราว 0.2%

ปัจจัยเสี่ยง: การปรับอัตราดอกเบี้ยจ่ายสำหรับโครงการประกันสังคม จำนวนผู้ป่วยที่เข้ามาใช้บริการชะลอตัวลง และการระดมทุนที่โรงพยาบาลใหม่ เรามองว่าปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG คือ ความปลอดภัยของผู้ป่วย (S) ซึ่ง CHG ได้นำเอาระบบบริหารคุณภาพต่างๆ มาใช้สำหรับกระบวนการดูแลผู้ป่วยอย่างต่อเนื่อง

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Revenue	(Btmn)	10,103	7,730	8,741	9,333	9,837
EBITDA	(Btmn)	3,953	1,830	2,061	2,326	2,502
Core profit	(Btmn)	2,778	1,092	1,219	1,433	1,555
Reported profit	(Btmn)	2,778	1,046	1,219	1,433	1,555
Core EPS	(Bt)	0.25	0.10	0.11	0.13	0.14
DPS	(Bt)	0.16	0.07	0.08	0.09	0.10
P/E, core	(x)	11.4	29.0	26.0	22.1	20.4
EPS growth, core	(%)	(33.9)	(60.7)	11.6	17.6	8.5
P/BV, core	(x)	4.2	4.2	4.0	3.7	3.5
ROE	(%)	35.4	13.8	15.0	16.6	16.8
Dividend yield	(%)	5.6	2.4	2.7	3.2	3.4
EV/EBITDA	(x)	7.7	16.8	14.7	12.9	11.8
EBITDA growth	(%)	(30.0)	(53.7)	12.6	12.8	7.6

Source: InnovestX Research

Tactical: NEUTRAL (3-month)

Stock data	
Last close (Mar 8) (Bt)	2.88
Target price (Bt)	3.50
Mkt cap (Btbn)	31.68
Mkt cap (US\$m)	896
Beta	L
Mkt cap (%) SET	0.19
Sector % SET	5.57
Shares issued (mn)	11,000
Par value (Bt)	0.10
12-m high / low (Bt)	3.8 / 2.6
Avg. daily 6m (US\$m)	2.67
Foreign limit / actual (%)	49 / 12
Free float (%)	42.8
Dividend policy (%)	≥ 50

Share performance			
(%)	1M	3M	12M
Absolute	(4.0)	(3.4)	(23.4)
Relative to SET	(3.9)	(3.7)	(10.8)

Source: SET, InnovestX Research

2023 Sustainability/2022 ESG Score

SET ESG Ratings	No
-----------------	----

ESG Bloomberg Rank in the sector	
ESG Score Rank	2/22
Environmental Score Rank	4/22
Social Score Rank	3/22
Governance Score Rank	1/22

ความคิดเห็นเกี่ยวกับ ESG

CHG ให้ความสำคัญกับความยั่งยืนอย่างชัดเจน โดยกำหนดเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และ ธรรมภิบาลที่บริษัทมุ่งมั่นที่จะทำให้สำเร็จ

Source: Bloomberg Finance L.P.

นักวิเคราะห์

รวินุช ปิยะเกรียงไกร
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1002
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

จุดเด่น

CHG ประกอบการกิจการโรงพยาบาล 10 แห่ง (911 เตียง) และคลินิกการแพทย์ 5 แห่ง ซึ่งตั้งอยู่ในเขตอุตสาหกรรมและแหล่งชุมชนที่มีศักยภาพเติบโตสูงของประเทศไทย และใกล้กับท่าอากาศยานนานาชาติสุวรรณภูมิ ได้แก่ จังหวัดสมุทรปราการ จังหวัดฉะเชิงเทรา จังหวัดระยอง จังหวัดสระแก้ว และจังหวัดตาก CHG ให้บริการทางการแพทย์ครอบคลุมตั้งแต่ระดับปฐมภูมิจนถึงระดับตติยภูมิสำหรับผู้ป่วยที่จ่ายค่ารักษาพยาบาลเอง รวมถึงผู้ป่วยในระบบประกันสังคม (SC) และระบบหลักประกันสุขภาพแห่งชาติ (UC) CHG ได้เริ่มต้นธุรกิจใหม่ด้วยการขยายธุรกิจสู่การบริหารโรงพยาบาลตั้งแต่ 4Q63 บริษัทได้ทำสัญญาความร่วมมือระหว่างภาครัฐกับเอกชนในการบริหารโรงพยาบาล 2 ฉบับ: สัญญาบริหารศูนย์การแพทย์บนเกาะล้าน และสัญญาบริหารโรงพยาบาลในพิกษา และมีสัญญาบริหารศูนย์หัวใจ 3 สัญญา

แนวโน้มธุรกิจ

CHG ตั้งเป้าการเติบโตของรายได้ 15% YoY ในปี 2567 (จากการเติบโต 17% YoY ในปี 2566 ไม่รวมบริการ COVID-19) เมื่อมองต่อไปถึงปี 2571 CHG ตั้งเป้าเพิ่มจำนวนเตียง >800 เตียง หรือเพิ่มขึ้น 88% ในจำนวนนี้ 75% จะมาจากกรขยายจำนวนเตียงในโรงพยาบาลที่มีอยู่เดิม และ 25% จะมาจากโรงพยาบาลแห่งใหม่ *โรงพยาบาลจุฬารัตน์ แพรกษา* แต่ยังไม่มีการเปิดเผยไทม์ไลน์ที่แน่นอน เราชอบแหล่งรายได้ใหม่จากการบริหารโรงพยาบาลและการให้บริการศูนย์หัวใจ และ CHG วางแผนที่จะทำสัญญาบริหารโรงพยาบาลเพิ่มเมื่อมีโอกาส กำไรของ CHG จะกลับมาเติบโตในระดับปกติเนื่องจากฐานกำไรที่สูงผิดปกติจากบริการ COVID-19 ในปี 2564-2565 ผ่านพ้นไปแล้ว โดยเราคาดว่ากำไรปกติจะเติบโต 12% สู่ 1.2 พัน ลบ. ในปี 2567

Bullish views	Bearish views
1. ธุรกิจบริหารโรงพยาบาลมีแนวโน้มเติบโตดี	1. แรงกดดันมาร์จิ้นในปี 2567 เพราะถูกกดดันโดยผลขาดทุนช่วงแรกที่โรงพยาบาลเปิดใหม่ 2. ความกังวลเกี่ยวกับการขยายเตียงเชิงรุก

ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ			
ปัจจัย	อีเว้นท์	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
แนวโน้มกำไรระยะสั้น	กำไร 1Q67	+YoY แต่ -QoQ	สำหรับ 1Q67 เราคาดว่ากำไรปกติของ CHG จะเติบโต YoY (จากรายได้ที่เพิ่มขึ้น) แต่ลดลง QoQ (จากขาดทุนที่โครงการลงทุนใหม่สองโครงการ)
ปัจจัยที่ต้องจับตาในปี 2567	การเปิดโรงพยาบาลใหม่ การปรับลดอัตราดอกเบี้ยจ่าย SC	au au	ผลขาดทุนช่วงแรกของโรงพยาบาลเปิดใหม่จะกดดันการดำเนินงานและกำไรของ CHG ในระยะสั้น เมื่ออิงกับข้อมูลจาก CHG สำนักงานประกันสังคมได้ปรับลดการจ่ายค่ารักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ให้กับโรงพยาบาลเอกชนลงจาก 12,000 บาท/RW เหลือ 10,000 บาท/RW สำหรับการให้บริการในเดือนธ.ค. 2565 เนื่องจากงบประมาณปี 2565 ไม่เพียงพอ ส่วนต่างระหว่างจำนวนเงินที่จ่ายจริงกับรายได้ค้างรับส่งผลกระทบต่อรายได้ของ CHG -3 ลบ. ใน 4Q66 ตลาดมีความกังวลเกี่ยวกับโอกาสที่จะมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยจ่าย เนื่องจากการให้บริการรักษาโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ในเดือนค.ค. - ธ.ค. 2566 กำลังอยู่ในระหว่างพิจารณาการเบิกจ่าย รวมถึงจำนวนเงินที่จ่ายจริงสำหรับปี 2567 ในขณะที่เราเองว่าความไม่แน่นอนเกี่ยวกับการเบิกจ่ายเป็นความเสี่ยง แต่จากการประเมินของเราบ่งชี้ว่าผลกระทบมีจำกัด เมื่อใช้สมมติฐานว่ามีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยจ่ายจริงสำหรับค่ารักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ลงจาก 12,000 บาท/RW เหลือ 10,000 บาท/RW สำหรับการให้บริการ 1 เดือน จะส่งผลต่อกำไรปี 2567 ของ CHG ราว 0.2%

การวิเคราะห์ความอ่อนไหว		
ปัจจัย	ผลกระทบต่อกำไร	ผลกระทบต่อราคาเป้าหมาย
การเปลี่ยนแปลง 1ppt ในรายได้จากการกิจการโรงพยาบาล	2%	0.03 บาท/หุ้น (1%)

มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG

CHG ให้ความสำคัญกับความยั่งยืนอย่างชัดเจน โดยกำหนดเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลที่บริษัทมุ่งมั่นที่จะทำให้สำเร็จผ่านกระบวนการและขั้นตอนที่สำคัญ กำหนดกลยุทธ์และแนวปฏิบัติสำหรับผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม และทบทวนความเสี่ยงที่ครอบคลุมธุรกิจการแพทย์ทั้งในปัจจุบันและอนาคต

คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG

Bloomberg ESG Score	50.24 (2022)
Rank in Sector	2/22

CG Rating	DJSI	SETESG	SET ESG Ratings
CHG	5	No	No

Source: Thai Institute of Directors (IOD), SET

ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม (E)

- CHG ได้ทำการตรวจสอบบำรุงรักษาเครื่องมือและอุปกรณ์ต่างๆอย่างสม่ำเสมอ รวมทั้งดำเนินการเปลี่ยนไปใช้อุปกรณ์ช่วยประหยัดการใช้พลังงานไฟฟ้า ปริมาณการใช้ไฟฟ้าต่อวันนอนผู้ป่วยในอยู่ที่ 97.06 กิโลวัตต์-ชั่วโมง ใกล้เคียงกับปี 2562 ในช่วงก่อนโควิด-19 และปริมาณการใช้ไฟฟ้าต่อรายได้อยู่ที่ 0.0017 กิโลวัตต์-ชั่วโมง เป็นไปตามเป้าหมายที่ตั้งไว้
- CHG กำหนดให้มีการบริหารจัดการขยะและของเสียภายในโรงพยาบาลอย่างมีระบบและเป็นไปตามมาตรฐานด้านการจัดการสิ่งแวดล้อม โดยในปี 2565 ปริมาณ ขยะต่อวันนอนผู้ป่วยในอยู่ที่ 10.38 กิโลกรัม และ 0.00019 กิโลกรัมต่อรายได้ ซึ่งดีกว่าเป้าหมายที่ตั้งไว้ที่ไม่เกิน 10.5 กิโลกรัม และไม่เกิน 0.00025 กิโลกรัมต่อรายได้
- CHG จัดกิจกรรมและโครงการประหยัดน้ำในโรงพยาบาลอย่างต่อเนื่อง พร้อมทั้งมีการติดตามประเมินผลเป็นประจำทุกปี ในปี 2565 บริษัท มีปริมาณการใช้น้ำรวม 70,379 ลูกบาศก์เมตร ลดลง 11.28% จากปี 2564 จาก มาตรการและแนวปฏิบัติเกี่ยวกับการใช้น้ำอย่างรู้คุณค่า

ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสังคม (S)

- CHG เน้นย้ำในเรื่องของคุณภาพการบริการที่ได้มาตรฐานสากลของ Joint Commission International (JCI) และมาตรฐานการรับรองกระบวนการคุณภาพสถานพยาบาลของประเทศไทยของ The Healthcare Accreditation Institute (HA)
- ในปี 2565 CHG มีอัตราการเสียชีวิตอันเนื่องมาจากการทำงานของพนักงานเป็น 0, อัตราบาดเจ็บขั้นรุนแรงอันเนื่องมาจากการทำงานเป็น 0, อัตราบาดเจ็บถึงขั้นหยุดงาน (Loss Time Injury Frequency Rate - LTIFR) เป็น 0 และอัตราการเสียชีวิตอันเนื่องมาจากการเจ็บป่วยจากการทำงานเป็น 0 เป็นไปตามเป้าหมายที่วางไว้
- CHG ได้กำหนดนโยบายด้านการฝึกอบรมและพัฒนาบุคลากรไว้ในหลากหลายรูปแบบ
- เรามองว่าปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG คือ ความปลอดภัยของผู้ป่วย (S) ซึ่ง CHG ได้นำเอาระบบบริหารคุณภาพต่างๆ มาใช้สำหรับกระบวนการดูแลผู้ป่วยอย่างต่อเนื่อง

ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับธรรมาภิบาล (G)

- CHG จัดให้มีการอบรมด้าน Personal Data Protection Act (PDPA) เพื่อให้พนักงานทุกคนเข้าใจถึงสิทธิการเข้าถึงข้อมูลส่วนบุคคลของลูกค้า โดยมีการประเมินความรู้หลังจากอบรม
- CHG กำหนดให้มีแผนในการพัฒนาผลิตภัณฑ์และบริการที่ตอบสนองต่อความต้องการของผู้รับบริการ เพื่อสร้างโอกาสในการขยายฐานลูกค้าและการเติบโตทางธุรกิจ ในระยะยาวในปี 2565 ผลประเมินความพึงพอใจของผู้รับบริการอยู่ที่ระดับ 88% เป็นไปตามเป้าหมายที่กำหนด
- เมื่อวันที่ 10 พฤศจิกายน 2566 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้ประกาศดำเนินคดีด้วยมาตรการลงโทษทางแพ่งกับนายแพทย์กำพล พลัสสินทร์ ตำแหน่งประธานกรรมการบริหาร (CEO) กรณีซื้อหุ้น CHG โดยอาศัยข้อมูลภายในที่ตนรู้หรือครอบครอง นายแพทย์กำพล พลัสสินทร์ ได้ลาออกจากตำแหน่งประธานกรรมการบริหาร และกรรมการบริษัท โดยมีผลตั้งแต่วันที่ 10 พฤศจิกายน 2566
- ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2565 กรรมการบริษัทมีจำนวนทั้งสิ้น 12 ท่าน ประกอบด้วย กรรมการอิสระจำนวน 4 ท่าน (33.33% ของกรรมการทั้งหมด)
- ประธานกรรมการไม่ใช่กรรมการอิสระ
- กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่มีจำนวนหุ้นราว 38% ของจำนวนทุนจดทะเบียนที่เรียกชำระแล้ว

ESG Disclosure Score

	2021	2022
ESG Disclosure Score	41.54	50.24
Environment	17.67	32.92
Emissions Reduction Initiatives	Yes	Yes
Climate Change Policy	Yes	Yes
GHG Scope 1	0.00	0.24
GHG Scope 2 Location-Based	3.99	4.23
Energy Efficiency Policy	Yes	Yes
Total Energy Consumption	—	—
Waste Reduction Policy	Yes	Yes
Total Waste	0.75	0.76
Water Policy	Yes	Yes
Total Water Withdrawal	—	—
Social	19.41	30.29
Human Rights Policy	Yes	Yes
Consumer Data Protection Policy	Yes	Yes
Pct Women in Workforce	84.16	85.00
Lost Time Incident Rate - Employees	—	0.00
Number of Employees - CSR	3,871.00	4,520.00
Total Hours Spent by Firm - Employee Training	32,903.50	85,880.00
Governance	87.36	87.36
Size of the Board	12	12
Board Meeting Attendance Pct	95	100
Number of Independent Directors	4	4
% Independent directors to total board members	33	33
Board Duration (Years)	3	3

Source: Bloomberg Finance L.P.

Disclaimer

การจัดทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Environmental Social Governance หรือ ESG) เป็นการนำข้อมูลและเปิดเผยโดยบริษัท Bloomberg ซึ่งมีการทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านธรรมาภิบาล อาทิเช่น ข้อมูลการใช้พลังงานที่สะท้อนต้นทุน ความเสี่ยงในการพึ่งพาพลังงานของธุรกิจ ความเสี่ยงด้านการดำเนินงานที่อาจเกิดจากอุบัติเหตุ รวมถึงสัดส่วนของคณะกรรมการบริหาร ตั้งแต่ปี 2010 และขึ้นอยู่กับข้อมูลเปิดเผยของแต่ละบริษัท

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Total revenue	Btmn	5,166	5,433	11,742	10,103	7,730	8,741	9,333	9,837
Cost of goods sold	Btmn	3,629	3,685	5,882	5,908	5,723	6,512	6,715	7,041
Gross profit	Btmn	1,536	1,748	5,860	4,195	2,008	2,229	2,618	2,796
SG&A	Btmn	672	673	821	935	911	938	1,066	1,098
Other income	Btmn	25	32	259	311	293	300	300	300
Interest expense	Btmn	40	36	21	16	24	18	18	18
Pre-tax profit	Btmn	849	1,071	5,276	3,555	1,366	1,572	1,833	1,979
Corporate tax	Btmn	150	184	219	1,009	703	279	314	367
Equity a/c profits	Btmn	0	0	0	(1)	(19)	(15)	(8)	0
Minority interests	Btmn	41	24	(63)	(72)	(21)	(23)	(26)	(28)
Core profit	Btmn	756	877	4,204	2,778	1,092	1,219	1,433	1,555
Extra-ordinary items	Btmn	(50)	0	0	0	(46)	0	0	0
Net Profit	Btmn	705	877	4,204	2,778	1,046	1,219	1,433	1,555
EBITDA	Btmn	1,219	1,460	5,649	3,953	1,830	2,061	2,326	2,502
Core EPS	Bt	0.07	0.08	0.38	0.25	0.10	0.11	0.13	0.14
Net EPS	Bt	0.06	0.08	0.38	0.25	0.10	0.11	0.13	0.14
DPS	Bt	0.05	0.05	0.20	0.16	0.07	0.08	0.09	0.10

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Total current assets	Btmn	1,764	1,763	5,897	5,058	4,046	4,506	4,947	5,370
Total fixed assets	Btmn	4,221	4,091	4,286	4,674	5,701	5,866	6,069	6,276
Total assets	Btmn	6,266	6,201	10,550	10,280	10,264	10,773	11,421	12,055
Total loans	Btmn	1,497	1,114	445	799	683	683	683	683
Total current liabilities	Btmn	1,682	1,429	2,208	1,802	1,485	1,566	1,622	1,691
Total long-term liabilities	Btmn	540	407	313	334	556	556	556	556
Total liabilities	Btmn	2,370	2,008	2,709	2,416	2,333	2,415	2,470	2,539
Paid-up capital	Btmn	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
Total equity	Btmn	3,895	4,193	7,841	7,864	7,931	8,358	8,951	9,515
BVPS	Bt	0.34	0.37	0.69	0.68	0.68	0.72	0.77	0.82

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Core Profit	Btmn	756	877	4,204	2,778	1,092	1,219	1,433	1,555
Depreciation and amortization	Btmn	330	354	351	382	441	471	474	505
Operating cash flow	Btmn	974	1,298	4,005	2,629	2,087	1,830	1,831	1,999
Investing cash flow	Btmn	(757)	(267)	(447)	(958)	(1,442)	(612)	(653)	(689)
Financing cash flow	Btmn	(220)	(951)	(1,316)	(2,460)	(1,246)	(792)	(841)	(990)
Net cash flow	Btmn	(3)	80	2,242	(789)	(601)	427	337	320

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Gross margin	%	29.7	32.2	49.9	41.5	26.0	25.5	28.1	28.4
Operating margin	%	16.7	19.8	42.9	32.3	14.2	14.8	16.6	17.3
EBITDA margin	%	23.5	26.7	47.1	38.0	22.8	22.8	24.1	24.7
EBIT margin	%	17.2	20.4	45.1	35.3	18.0	18.2	19.8	20.3
Net profit margin	%	13.7	16.1	35.8	27.5	13.5	13.9	15.4	15.8
ROE	%	19.8	21.7	69.9	35.4	13.8	15.0	16.6	16.8
ROA	%	12.6	14.1	50.2	26.7	10.6	11.6	12.9	13.2
Net D/E	x	0.3	0.1	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
Interest coverage	x	30.1	41.0	264.2	242.8	76.3	111.6	125.9	135.4
Debt service coverage	x	1.2	2.0	37.1	8.2	12.1	14.2	16.0	17.2
Payout Ratio	%	78.0	62.7	52.3	63.3	73.6	70.0	70.0	70.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Revenue breakdown									
Cash service	(%)	62.6	59.1	36.0	51.1	65.0	65.9	67.1	67.9
Social security service (SC)	(%)	30.5	33.3	16.4	21.3	31.8	30.6	29.6	28.9
Universal coverage (UC)	(%)	6.8	7.6	47.6	27.7	3.2	3.4	3.3	3.2

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Total revenue	Btmn	3,571	2,784	2,026	1,721	1,716	1,799	2,093	2,123
Cost of goods sold	Btmn	1,702	1,497	1,480	1,229	1,276	1,380	1,486	1,580
Gross profit	Btmn	1,869	1,288	546	492	440	418	607	543
SG&A	Btmn	205	223	253	254	200	222	246	243
Other income	Btmn	67	71	74	98	73	73	77	69
Interest expense	Btmn	3	3	4	6	4	5	7	9
Pre-tax profit	Btmn	1,729	1,133	364	330	309	264	431	361
Corporate tax	Btmn	341	226	97	40	60	56	90	73
Equity a/c profits	Btmn	0	0	0	(1)	(3)	(2)	(5)	(9)
Minority interests	Btmn	(31)	(29)	(8)	(3)	(5)	(0)	(11)	(5)
Core profit	Btmn	1,356	878	283	260	240	252	326	274
Extra-ordinary items	Btmn	0	0	(25)	25	0	(46)	0	0
Net Profit	Btmn	1,356	878	258	285	240	206	326	274
EBITDA	Btmn	1,825	1,231	468	429	412	373	555	490
Core EPS	Bt	0.12	0.08	0.03	0.02	0.02	0.02	0.03	0.02
Net EPS	Bt	0.12	0.08	0.02	0.03	0.02	0.02	0.03	0.02

Balance Sheet

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Total current assets	Btmn	7,623	5,893	5,878	5,058	4,794	4,132	4,110	4,046
Total fixed assets	Btmn	4,325	4,359	4,458	4,674	4,743	5,259	5,509	5,701
Total assets	Btmn	12,347	10,646	10,741	10,280	10,151	10,014	10,252	10,264
Total loans	Btmn	383	356	1,397	799	420	806	855	683
Total current liabilities	Btmn	2,611	1,877	2,576	1,802	1,402	1,691	1,771	1,485
Total long-term liabilities	Btmn	295	270	311	334	355	521	549	556
Total liabilities	Btmn	3,118	2,382	3,146	2,416	2,042	2,532	2,600	2,333
Paid-up capital	Btmn	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
Total equity	Btmn	9,229	8,264	7,595	7,864	8,109	7,482	7,652	7,931
BVPS	Bt	0.81	0.72	0.66	0.68	0.71	0.65	0.66	0.68

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Core Profit	Btmn	1,356	878	283	260	240	252	326	274
Depreciation and amortization	Btmn	93	95	101	93	99	104	117	121
Operating cash flow	Btmn	1,438	(715)	573	1,333	734	300	643	410
Investing cash flow	Btmn	(309)	29	(201)	(478)	(239)	(486)	(481)	(236)
Financing cash flow	Btmn	(56)	(1,896)	98	(606)	(383)	(522)	(180)	(160)
Net cash flow	Bt	1,073	(2,582)	471	249	112	(708)	(19)	14

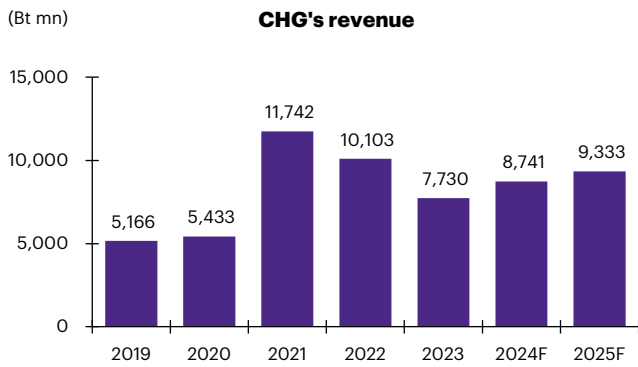
Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Gross margin	%	52.3	46.2	26.9	28.6	25.6	23.2	29.0	25.6
Operating margin	%	46.6	38.2	14.5	13.8	14.0	10.9	17.2	14.2
EBITDA margin	%	50.2	43.1	22.3	23.6	23.0	19.9	25.6	22.4
EBIT margin	%	48.5	40.8	18.1	19.5	18.2	15.0	20.9	17.4
Net profit margin	%	38.0	31.5	12.8	16.6	14.0	11.5	15.6	12.9
ROE	%	79.4	68.8	49.5	35.4	11.1	12.5	14.3	13.8
ROA	%	58.3	49.7	32.4	26.7	8.5	9.5	10.4	10.6
Net D/E	x	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
Interest coverage	x	556.7	395.7	120.4	71.5	103.1	79.6	82.2	57.3
Debt service coverage	x	72.3	50.0	1.7	3.5	20.4	4.9	6.7	12.2

Key statistics

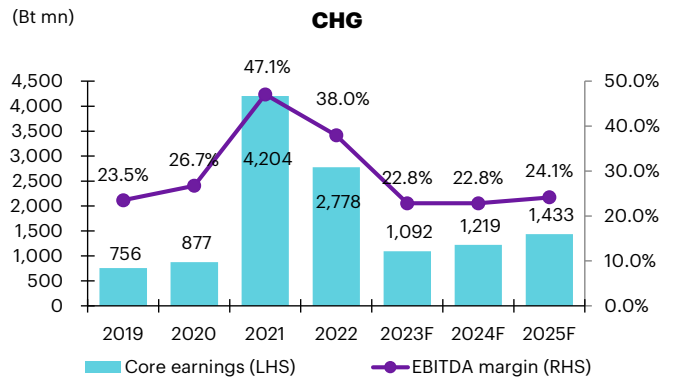
FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Revenue breakdown									
Cash service	(%)	41.8	45.5	64.7	63.2	64.3	64.7	67.7	63.1
Social security service (SC)	(%)	13.2	17.5	27.9	36.4	32.8	33.1	29.1	32.6
Universal coverage (UC)	(%)	44.9	37.1	7.4	0.4	2.9	2.1	3.1	4.3

Figure 1: CHG's revenue forecast



Source: InnovestX Research

Figure 2: CHG's earnings forecast



Source: InnovestX Research

Figure 3: Valuation summary (price as of Mar 8, 2024)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F
BCH	Outperform	21.60	24.0	12.7	13.4	36.1	30.6	(41.1)	(63.0)	18.0	4.3	4.3	4.1	29	11	13	3.7	1.6	2.0	10.7	18.2	15.4
BDMS	Outperform	29.00	36.0	26.6	36.6	32.1	28.5	63.0	14.0	12.6	5.1	4.8	4.7	14	15	16	2.1	2.4	2.7	20.3	18.6	16.9
BH	Neutral	230.00	258.0	14.1	37.0	26.4	25.2	302.9	40.0	4.7	9.3	7.7	6.7	26	31	28	1.5	2.0	2.0	25.3	20.9	16.7
CHG	Neutral	2.88	3.5	24.0	11.4	29.0	26.0	(33.9)	(60.7)	11.6	4.2	4.2	4.0	35	14	15	5.6	2.4	2.7	7.7	16.8	14.7
RJH	Neutral	26.00	28.0	12.3	7.6	18.6	18.1	1.7	(59.2)	2.5	3.4	3.3	3.2	48	18	18	9.6	4.6	4.4	5.8	12.5	11.9
Average					21.2	28.4	25.7	58.5	(25.8)	9.9	5.7	5.3	4.8	26	18	18	3.2	2.1	2.4	16.0	18.6	15.9

Source: InnovestX Research

ข้อสงวนสิทธิ์:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกรกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการประกอบธุรกิจของบริษัทฯ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ บริษัทเพื่อการลงทุนในหลักทรัพย์เข้า อสังหาริมทรัพย์ แอล เอช ไอเทค ความเห็น ข่าวกวีจีย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาความเสี่ยงของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนเองแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขยายจำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างระมัดระวัง เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขยายจำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

