

## กำไรสุทธิปี 2555 เติบโตโดดเด่น ให้ Switch จาก BGH มาซื้อ BH

วันพุธที่ 29 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2555

คำแนะนำการลงทุน

ซื้อ

ราคาปัจจุบัน : 46.00 บาท

Fair Value : 58.00 บาท

มูลค่าตลาด : 33,505 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2553



### ▶ แม้ 4Q54 ได้รับผลกระทบจากน้ำท่วม แต่กำไรสุทธิทั้งปียังโต 26.2%yoy

ในงวด 4Q54 เนื่องจาก BH มีได้อยู่ในพื้นที่น้ำท่วม จึงเป็นรพ.ในตลาดฯ ที่ได้รับผลกระทบจากวิกฤติการณ์ดังกล่าวน้อยสุด กล่าวคือ ในงวด 4Q54 จำนวนผู้ป่วยในยังทรงตัวใกล้เคียงงวด 3Q54 ซึ่งเป็น Peak ของฤดูกาล ขณะที่จำนวนผู้ป่วยนอกลดลง ทั้งจากผลกระทบของฤดูกาล และการเดินทางมายัง BH ที่ลำบากขึ้น ส่งผลให้รายได้ลดลง 16.5%qoq มาอยู่ที่ราว 2.5 พันล้านบาท ขณะที่ต้นทุนค่ารักษาพยาบาล และค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้นเล็กน้อย (รายละเอียดตามตารางหน้าถัดไป) กัดคืนให้กำไรสุทธิอ่อนตัวลงราว 17.7%qoq มาอยู่ที่ระดับ 374 ล้านบาท อย่างไรก็ตามผลประกอบการโดยรวมทั้งปี 2554 พบว่ารายได้ยังเติบโตราว 12.3%yoy มาอยู่ที่ระดับ 1.1 หมื่นล้านบาท แต่ประสิทธิภาพในการควบคุมค่าใช้จ่ายช่วยให้ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้นเพียง 1.2% มาอยู่ที่ราว 17% ของรายได้ บวกกับมีรายได้เพิ่มจากส่วนแบ่งกำไรจาก KH ทั้งปี 2554 ที่ 128.77 ล้านบาท หลังเข้าซื้อหุ้น KH 24.99% ปลายมี.ค. 2554 ส่งผลให้กำไรสุทธิปี 2554 เติบโตถึง 26.2%yoy มาอยู่ที่ระดับ 1,588 ล้านบาท ใกล้เคียงกับประมาณการของฝ่ายวิจัย

### ▶ ปรับเพิ่มประมาณการสะท้อนโอกาสในการเพิ่มรายได้ คาดกำไรสุทธิโต 21.3%yoy

จากความชัดเจนของแผนการเพิ่มกำลังการให้บริการของ BH ทำให้ฝ่ายวิจัยปรับเพิ่มประมาณการรายได้และกำไรสุทธิเพื่อสะท้อนโอกาสทางธุรกิจจาก 2 ส่วนด้วยกัน คือ

- 1) ในครึ่งหลังของปี 2555 คาด BH จะสามารถเพิ่มพื้นที่ให้บริการผู้ป่วยนอกในตึก BIC (บำรุงราษฎร์อินเตอร์เนชั่นแนลคลินิก) ได้อีก 5 ชั้น โดยจะเพิ่มกำลังการให้บริการอีกราว 40% จากเดิม 4,500 คนต่อวัน ฝ่ายวิจัยจึงปรับเพิ่มประมาณการจำนวนผู้ป่วยนอกในปีดังกล่าวขึ้นราว 3% อยู่ที่เฉลี่ยวันละ 3 พันคน และเพิ่มประมาณการจำนวนผู้ป่วยนอกในปีถัดๆ ไปเฉลี่ย 8%
- 2) การทยอยเพิ่มเตียงผู้ป่วย ICU ตั้งแต่ปีนั้นจนครบ 28 เตียงในอีก 2-3 ปีข้างหน้า และแผนการเพิ่มพื้นที่ให้บริการผู้ป่วยในจำนวน 60 เตียง โดยปรับปรุงพื้นที่ส่วนสนับสนุน (Back Office) แก่มีแนวโน้มว่าจะสามารถเปิดให้บริการได้ในปี 2558 ซึ่งรวมแล้วจะทำให้กำลังการให้บริการผู้ป่วยในของ BH เพิ่มขึ้นราว 20% จากเดิม 484 เตียง ฝ่ายวิจัยจึงปรับเพิ่มประมาณการจำนวนผู้ป่วยในตั้งแต่ปี 2556 เป็นต้นไปขึ้นเฉลี่ยปีละ 13%

ทั้งนี้ คาดในปี 2555 รายได้ของ BH จะสามารถเติบโตได้ราว 7.5%yoy มาอยู่ที่ราว 1.2 หมื่นล้านบาท ขณะที่การรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจาก KH ตามวิธีส่วนได้เสียเต็มปีเป็นปีแรกราว 208.5 ล้านบาท จะช่วยหนุนให้กำไรสุทธิจะเติบโตได้มากกว่ารายได้ คือ ราว 21.3%yoy มาอยู่ที่ระดับ 1.9 พันล้านบาท และตั้งแต่ปี 2556 เป็นต้นไป คาด BH จะมีกำไรสุทธิเติบโตเฉลี่ยปีละ 5% ต่อเนื่องไปอีก 5 ปีจนมีกำไรสุทธิอยู่ที่ราว 2.8 พันล้านบาทในปี 2560 หรือเติบโตถึงราว 75% จากปี 2554

### ▶ มูลค่าพื้นฐานใหม่อยู่ที่ 58.00 บาท มี Upside ราว 26% เลือกลงเป็น Stock Pick

ภายใต้ประมาณการรายได้และกำไรสุทธิใหม่ มูลค่าพื้นฐานของ BH โดยอิงวิธี DCF อยู่ที่ 58.00 บาท ต่อหุ้น และหากเปรียบเทียบระดับ PER ที่ราคาปัจจุบันและ EPS Growth ของ BH กับคู่แข่งโดยตรงอย่าง BGH และระดับภูมิภาคแล้วพบว่ามีความน่าสนใจอยู่มาก เนื่องจาก PER ของ BH อยู่ระดับต่ำกว่า ขณะที่ EPS Growth สูงกว่า (รายละเอียดตามตารางด้านข้าง) ทั้งนี้ เมื่อเปรียบเทียบราคาหุ้นของ BGH และ BH กับมูลค่าพื้นฐานแล้วพบว่า BGH เหลือ Upside เพียง 6% ขณะที่ BH มี Upside ถึง 26% ฝ่ายวิจัยจึงแนะนำให้ Switch จาก BGH (FV@B80.00) มา "ซื้อ" BH(FV@B58.00)

เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2555F	2.65	2.60	2%
2556F	3.01	3.03	-1%

ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

สัญลักษณ์	ระดับคะแนน	ความหมาย
▲▲▲▲▲	90-100	ดีเลิศ
▲▲▲▲	80-89	ดีมาก
▲▲▲	70-79	ดี
na.	<70	ไม่มีสัญลักษณ์

	PER	EPS Growth
BH	17	20.60%
BGH	24	16%
ค่าเฉลี่ยภูมิภาค	23.69	18.40%

Key Data (ล้านบาท)	FY52A	FY53A	FY54A	FY55F	FY56F
รายได้ค่าบริการ	9,069	9,806	11,015	11,846	13,005
กำไรสุทธิ	1,246	1,258	1,588	1,927	2,193
EPS (บาท)	1.71	1.73	2.18	2.65	3.01
PER (x)	26.9	26.6	21.1	17.4	15.3
DPS (บาท)	0.85	0.90	1.10	1.35	1.50
Dividend Yield (%)	1.8%	2.0%	2.4%	2.9%	3.3%
BV (บาท)	7.51	8.33	9.25	10.47	12.04
ROE (%)	22.76	20.73	23.58	25.26	25.01

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

กวี มานิตสุภางษ์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 03974

✉ kaweew@asiaplus.co.th

ธนวรรณ เลิศลักษณ์กุล

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

✉ thanawan@asiaplus.co.th

## ผลประกอบการงวด 4Q54 และปี 2554 ของ BH

(ล้านบาท)	2Q53	3Q53	4Q53	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54	%yoy	% qoq	2554	2553	% yoy
รายได้ค่าบริการ	2,178	2,589	2,484	2,738	2,783	2,994	2,500	1%	-16.5%	11,015	9,806	12.3%
กำไรขั้นต้น	814	1,035	970	1,151	1,115	1,219	932	-4%	-23.5%	4,416	3,862	14.3%
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	(361)	(410)	(357)	(445)	(443)	(519)	(452)	26%	-12.9%	(1,859)	(1,537)	20.9%
กำไรจากการดำเนินงาน	452	625	613	706	671	700	480	-22%	-31.4%	2,557	2,325	10.0%
กำไรสุทธิ	202	377	345	416	344	454	374	8%	-17.7%	1,588	1,258	26.2%
F/x, Extra item	(54)	20	51	11	12	10	13	-75%	26.1%	45	26	72.5%
Norm profit	256	357	294	405	332	444	361	23%	-18.7%	1,543	1,232	25.2%
Gross margin	37.4%	40.0%	39.1%	42.0%	40.1%	40.7%	37.3%	-1.8%	-3.4%	40.1%	39.4%	0.7%
Net margin	9.3%	14.6%	13.9%	15.2%	12.4%	15.2%	15.0%	1.1%	-0.2%	14.4%	12.8%	1.6%
SG&A/Sales	-16.6%	-15.8%	-14.4%	-16.3%	-15.9%	-17.3%	-18.1%	3.7%	0.7%	-16.9%	-15.7%	1.2%

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

## รายละเอียดส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมรายไตรมาส

	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54	2554
BIL	9.715	-44.78	9.006	-23.411	-49.47
CDE Trading	0.823	0.847	0.813	0.903	3.386
KH	0	43.54	48.696	36.53	128.766
รวม	10.538	-0.393	58.515	14.022	82.682

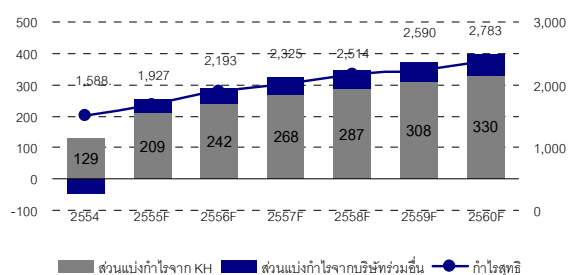
ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

## ประมาณการใหม่ – เดิม ปี 2555 – 2556 ของ BH

	2555F			2556F		
	ใหม่	เดิม	%chg	ใหม่	เดิม	%chg
รายได้จากการให้บริการ	11,846	11508	3%	13,005	12,115	7.3%
อัตรากำไรขั้นต้น	40.2%	40.2%	-	40.2%	40.2%	-
SG&A/Sales	-16.1%	-16.06%	-	-16.1%	-16.06%	-
กำไรปกติ	1,927	1,820	6%	2,193	2,004	9.4%
กำไรสุทธิ	1,927	1,820	6%	2,193	2,004	9.4%
EPS (บาท)	2.65	2.50	6%	3.01	2.75	9.4%

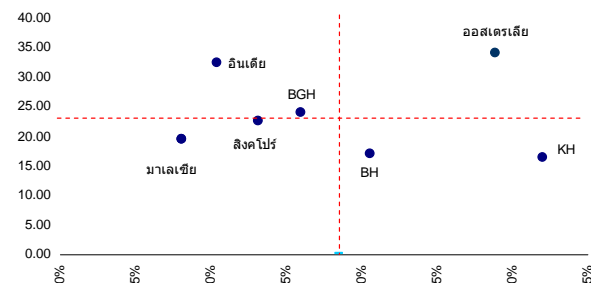
ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

## กำไรสุทธิ และส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมของ BH



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

## เปรียบเทียบ PER และ EPS Growth ของหุ้นกลุ่ม ร.พ.



ที่มา : Bloomberg และฝ่ายวิจัย ASP

## ประมาณการกำไรสุทธิปี 2554-55 ของ BH

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)	2552	2553	2554	2555F
สิ้นสุด 31 ธ.ค.				
รายได้ค่าบริการ	9,069	9,806	11,015	11,846
ต้นทุนขาย	(5,553)	(5,944)	(6,599)	(7,084)
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>3,516</b>	<b>3,862</b>	<b>4,416</b>	<b>4,762</b>
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(1,955)	(2,133)	(2,507)	(2,520)
ค่าตอบแทนผู้บริหาร	-110	-124	0	-123
<b>กำไรจากการดำเนินงาน</b>	<b>1,451</b>	<b>1,606</b>	<b>1,910</b>	<b>2,119</b>
ส่วนแบ่งผลกำไรจากเงินลงทุน	47	13	83	252
รายได้ค่าเช่า	132	130	121	129
รายได้(ค่าใช้จ่าย)อื่น	112	94	125	132
F/X, Extra Item	39	26	45	45
กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี	1,781	1,869	2,284	2,677
ดอกเบี้ยจ่าย	(91)	(68)	(189)	(250)
ภาษีเงินได้	(444)	(507)	(506)	(500)
กำไรสุทธิ	1,246	1,258	1,588	1,927
<b>กำไรจากการดำเนินงานปกติ</b>	<b>1,232</b>	<b>1,258</b>	<b>1,588</b>	<b>1,927</b>
<b>EPS</b>	<b>1.71</b>	<b>1.73</b>	<b>2.18</b>	<b>2.65</b>
ยอดขาย (YoY%)	5%	8%	12%	8%
กำไรขั้นต้น (YoY%)	6%	10%	14%	8%
กำไรจากการดำเนินงาน (YoY%)	0%	11%	19%	11%
กำไรสุทธิ (YoY%)	5%	1%	26%	21%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)	3Q53	4Q53	1Q54	2Q54
รายได้ค่าบริการ	2,589	2,484	2,738	2,783
ต้นทุนขาย	(1,554)	(1,514)	(1,587)	(1,668)
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>1,035</b>	<b>970</b>	<b>1,151</b>	<b>1,115</b>
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(565)	(514)	(604)	(604)
ค่าตอบแทนผู้บริหาร	(28)	(36)	-	-
กำไรจากการดำเนินงาน	442	420	547	510
รายได้อื่น	73	64	64	59
F/X, Extra Item	7	2	11	12
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	522	486	622	581
ดอกเบี้ยจ่าย	(18)	(18)	(21)	(52)
ภาษีเงินได้	(127)	(123)	(185)	(185)
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	377	345	416	344
ยอดขาย (YoY%)	14%	5%	7%	28%
กำไรขั้นต้น (YoY%)	18%	6%	10%	37%
กำไรจากการดำเนินงาน (YoY%)	25%	20%	18%	83%
กำไรสุทธิ (YoY%)	18%	15%	24%	70%

อัตราส่วนทางการเงิน	2552	2553	2554	2555F
สิ้นสุด 31 ธ.ค.				
อัตราส่วนสภาพคล่อง (lv1a)	0.80	1.12	1.80	1.88
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า(เท)	14	10	10	9
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (lv)	10	11	11	10
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น(เท)	0.57	0.51	1.00	0.90
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	14.1%	11.1%	11.3%	26.5%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	21.6%	19.7%	22.1%	50.5%

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)	2552	2553	2554	2555F
สิ้นสุด 31 ธ.ค.				
<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน</b>				
กำไรก่อนภาษี	1,690	1,766	1,588	1,927
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	539	596	648	617
อื่นๆ	(40)	44	11	-
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(127)	(357)	35	(124)
<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน</b>	<b>2,062</b>	<b>2,049</b>	<b>2,282</b>	<b>2,420</b>
<b>กระแสเงินสดจากการลงทุน</b>				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	19	19	(3,041)	16
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(837)	(667)	(994)	(1,424)
อื่นๆ	(8)	(18)	-	-
<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>(826)</b>	<b>(666)</b>	<b>(4,035)</b>	<b>(1,408)</b>
<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน</b>				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	(265)	(90)	3,430	45
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	(0)	-
อื่นๆ	(33)	(34)	(33)	(33)
ลด จ่ายปันผล	(583)	(620)	(694)	(947)
<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>(882)</b>	<b>(744)</b>	<b>2,704</b>	<b>(934)</b>
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	355	638	950	78
<b>กระแสเงินสดสุทธิ</b>	<b>739</b>	<b>1,025</b>	<b>1,578</b>	<b>1,338</b>

งบดุล (ล้านบาท)	2552	2553	2554	2555F
สิ้นสุด 31 ธ.ค.				
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	387	627	1,261	1,338
ลูกหนี้การค้า	658	946	1,126	1,291
สินค้าคงเหลือ	199	218	266	355
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	88	63	52	53
เงินฝากธนาคารที่มีภาระค่าประกัน	-	-	-	-
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์	5,667	5,785	6,242	6,969
<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>8,567</b>	<b>9,152</b>	<b>13,473</b>	<b>14,524</b>
เจ้าหนี้การค้า	564	556	603	681
ส่วนของหนี้สินที่ครบกำหนดชำระใน	-	-	-	-
เงินกู้ยืมระยะยาว	1,430	1,430	4,955	5,000
หนี้สินรวม	3,094	3,082	6,739	6,896
ทุนเรียกชำระแล้ว	728	728	728	728
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	286	286	286	286
กำไรสะสม	3,923	4,528	5,115	6,062
<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>5,473</b>	<b>6,069</b>	<b>6,734</b>	<b>7,628</b>
<b>รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>8,567</b>	<b>9,152</b>	<b>13,473</b>	<b>14,524</b>

สมมติฐานในการทำประมาณการ	2552	2553	2554	2555F
สิ้นสุด 31 ธ.ค.				
สัดส่วนรายได้แบ่งตามประเภทบริการ				
-ผู้ป่วยนอก (OPD)	51%	50%	50%	50%
-ผู้ป่วยใน (IPD)	49%	50%	50%	50%