

## คงคำแนะนำ "ถือ" และ Switch ไป BH ที่โดดเด่นกว่าในปีี้แทน

วันศุกร์ที่ 9 มีนาคม พ.ศ. 2555

### ▶ รุกเพิ่มศูนย์การแพทย์เฉพาะทางเพิ่มฐานรายได้ ในปี 2555

จากการประชุมนักวิเคราะห์วานนี้ ( 8 มี.ค. 2555) ผู้บริหาร BGH เปิดแผนการดำเนินงานปี 2555 โดยการเน้นจุดเด่นด้านการเป็นผู้เชี่ยวชาญในการรักษาโรคที่มีความรุนแรง เช่น โรคหัวใจ, โรคมะเร็ง, ฯลฯ เพื่อเพิ่มรายได้เฉลี่ยต่อครั้งที่ผู้ป่วยมาใช้บริการ ทั้งนี้ ในวันที่ 1 เม.ย. นี้จะเปิดศูนย์โรคหัวใจที่ ร.พ. พญาไท 3 และหลังจากนั้นจะเปิดศูนย์โรคมะเร็งที่ ร.พ.เปาโลนวมินทร์ นอกจากนี้ ปัจจุบัน BGH ได้เริ่มนำคุณหมอมหุณยนต์ หรือ Robot Doctor เข้ามาทดลองใช้จำนวน 3 ตัว ( 1 ตัวที่ ร.พ.กรุงเทพ ซอยศูนย์วิจัย และอีก 2 ตัว อยู่ที่ ร.พ.กรุงเทพ หัวหิน และ ร.พ.กรุงเทพ พัทยา ) เพื่อเพิ่มการเข้าถึงการรักษาของหมอที่มีความเชี่ยวชาญ โดยหวังผลจะสามารถทำให้รายได้เฉลี่ยต่อครั้งที่ผู้ป่วยมาใช้บริการปี 2555 เพิ่มขึ้น 6% นอกจากนี้ BGH ยังตั้งเป้าจำนวนผู้ป่วยที่มาใช้บริการทั้งปี 2555 จะเติบโต 5%yoy ส่งผลให้เป้าหมายรายได้ทั้งปี 2555 อยู่ที่ราว 4 หมื่นล้านบาท เติบโต 11% จากฐานทั้งปี 2554 ที่นับรวมรายได้เครือพญาไทเปาโลตั้งแต่ไตรมาสแรก แม้จะเริ่มรับรู้รายได้จากการควบรวมกับเครือพญาไท-เปาโลจริงในงวด 2Q54

### ▶ นโยบายรัฐสิทธิแล้วเป็นประโยชน์ต่อ BGH หนุนกำไรสุทธิเติบโตได้ 17.4%yoy

ทั้งนี้หากยึดจากฐานรายได้ในงบการเงินรวมปี 2554 ที่นับรวมรายได้จากพญาไท-เปาโลเพียง 9 เดือน (นับจากงวด 2Q54) เป้ารายได้ทั้งปี 2555 จะเติบโตราว 19% yoy สอดคล้องกับสมมติฐานรายได้ของฝ่ายวิจัย บวกกับการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทพบว่ารายได้เฉพาะของ BGH ที่ยังไม่รวมพญาไท-เปาโล ตั้งแต่ต้นปีจนถึงปัจจุบัน เติบโตในเกณฑ์ที่สูงถึง 15% yoy เมื่อประกอบกับการรับรู้รายได้จากเครือพญาไท-เปาโลเต็มปีเป็นปีแรก ส่งผลให้ฝ่ายวิจัยมั่นใจว่า BGH จะสามารถสร้างรายได้เติบโตตามเป้าหมายของบริษัท ทั้งนี้ เมื่อรวมกับผลบวกของฐานภาษีเงินได้ที่ลดลงจาก 30% เหลือ 23% และคาดว่าจะทำให้กำไรสุทธิปี 2555 เติบโตถึง 32%yoy อย่างไรก็ตาม เนื่องจากในปี 2554 BGH รับรู้กำไรพิเศษจำนวน 479 ล้านบาทจากการปรับมูลค่าเงินลงทุนในร.พ.พญาไทที่เคยได้ลงทุนในอดีตให้เป็นราคายุติธรรมก่อนควบรวมกิจการ ส่งผลให้ค่ากำไรสุทธิทั้งปี 2555 จะเติบโตเพียง 17.4%yoy และคาดว่าจะเติบโตต่อเนื่องอีก 16.5% ในปี 2556 จากกลยุทธ์การเน้นขยายศูนย์การแพทย์เฉพาะทางในเครือรพ.ของพญาไท-เปาโล

### ▶ เติบโตต่อเนื่องแต่ Upside จำกัด แนะนำ "ถือ" หรือ Switch ไปลงทุนใน BH

แม้ BGH ยังเติบโตได้ต่อเนื่อง แต่การเติบโตของกำไรสุทธิในปี 2555 ถือว่าไม่โดดเด่นเมื่อเทียบกับ ร.พ. ที่ฝ่ายวิจัยดูแลอยู่อย่าง BH (เติบโต 21%yoy) และ KH (เติบโต 24%yoy) นอกจากนี้ เมื่อเทียบหุ้น BGH ในเชิง PER และ EPS Growth ในปี 2555 กับ ร.พ.อื่นๆในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิกแล้วพบว่าอยู่ในระดับใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ย ขณะที่ราคาหุ้นในช่วงที่ผ่านมาของ BGH ได้ปรับตัวขึ้นมาโดยตลอด จนปัจจุบันเหลือ Upside เพียง 4% จากมูลค่าพื้นฐานที่ 82.00 บาทต่อหุ้น (อิงวิธี DCF) ส่งผลให้ฝ่ายวิจัยคงคำแนะนำ "ถือ" และแนะนำให้ Switch ไปลงทุนใน BH (FV@B58) ซึ่งรพ.ระดับพรีเมียมที่มีค่า PER ต่ำสุดในภูมิภาค และยังมีศักยภาพการเติบโตสูง

Key Data (ล้านบาท)	FY52A	FY53A	FY54A	FY55F	FY56F
รายได้ค่าบริการ	21,597	23,513	35,224	41,876	45,008
กำไรสุทธิ	1,725	2,295	4,386	5,151	6,002
Norm Profit	1,725	2,295	3,907	5,151	6,002
EPS (บาท)	1.42	1.84	2.84	3.33	3.88
PER (x)	53.0	40.9	26.5	23.6	20.3
DPS (บาท)	0.70	0.80	1.45	1.10	1.20
Dividend Yield (%)	0.9%	1.1%	1.8%	1.4%	1.5%
BVS (บาท)	9.54	10.54	21.62	24.02	27.01

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

คำแนะนำการลงทุน

ถือ

ราคาปัจจุบัน : 78.75 บาท

Fair Value : 82.00 บาท

มูลค่าตลาด : 121,705 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2553



เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2555F	3.33	3.23	3%
2556F	3.88	3.82	2%

ที่มา: ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

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

กวี มานิตศุภางษ์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์:

kawe@asiaplus.co.th

ธนวรรณ เลิศลักษณ์กุล

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

thanawan@asiaplus.co.th

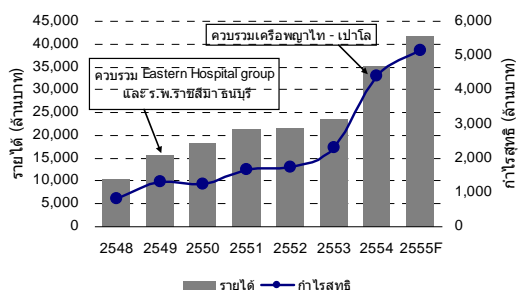
ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

## ผลการดำเนินงานงวด 4Q54

(ล้านบาท)	2Q53	3Q53	4Q53	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54	%yoy	%qoq	2554	2553	% yoy
รายได้ค่าบริการ	5,238	6,294	5,984	6,625	8,983	10,087	9,530	59.3%	-5.5%	35,224	23,513	49.8%
ต้นทุนค่ารักษาพยาบาล	(3,149)	(3,555)	(3,634)	(3,895)	(5,546)	(6,065)	(6,640)	82.7%	9.5%	11,549	9,851	17.2%
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	(1,108)	(1,257)	(1,307)	(1,296)	(1,678)	(1,810)	(1,260)	-3.6%	-30.4%	(4,517)	(4,745)	-4.8%
ค่าเสื่อมราคา	(538)	(533)	(547)	(540)	(714)	(728)	(726)	32.7%	-0.2%	(2,707)	(2,150)	25.9%
กำไรจากการดำเนินงาน	(4,257)	(4,811)	(4,941)	(5,191)	(7,225)	(7,875)	(7,900)	59.9%	0.3%	7,032	5,106	37.7%
กำไรสุทธิ	316	733	492	838	1,387	1,273	891	81.1%	-30.0%	4,386	2,295	91.1%
กำไรปกติ (Norm profit)	316	733	492	838	908	1,273	891	81.1%	-30.0%	3,907	2,295	70.2%
Gross margin	39.9%	43.5%	39.3%	41.2%	38.3%	39.9%	30.3%			32.8%	41.9%	-9.1%
Net margin	6.0%	11.6%	8.2%	12.6%	15.4%	12.62%	9.35%			12.5%	9.8%	2.7%
SG&A/sales	-21.2%	-20.0%	-21.8%	-19.6%	-18.7%	-17.95%	-13.22%			-12.8%	-20.2%	-7.4%

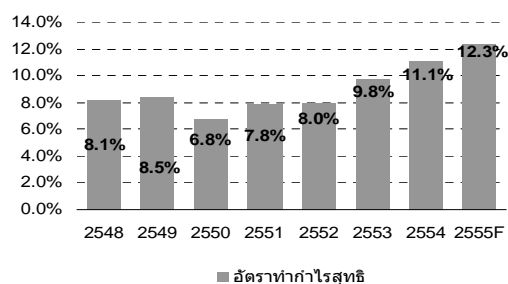
ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

## รายได้และกำไรสุทธิรายปีของ BGH



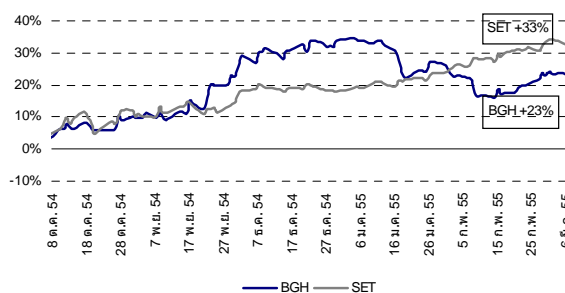
ที่มา : งบการเงินและฝ่ายวิจัย ASP

## อัตราทำกำไรสุทธิของ BGH



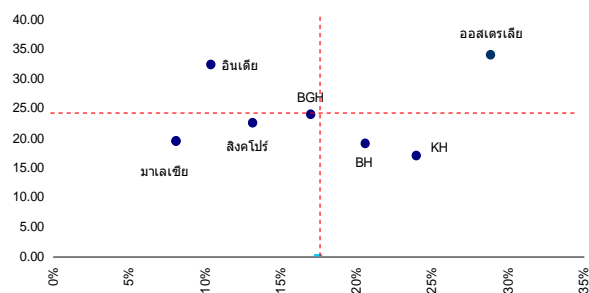
ที่มา : งบการเงินและ ฝ่ายวิจัย ASP

## ความเคลื่อนไหวของราคาหุ้น BGH เปรียบเทียบกับ SET



ที่มา : SETSMART และฝ่ายวิจัย ASP

## เปรียบเทียบ PER และ EPS Growth ของ ร.พ.ในภูมิภาค



ที่มา : Bloomberg และ ฝ่ายวิจัย ASP

## ประมาณการกำไรสุทธิปี 2554-55 ของ BGH

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
ยอดขาย	23,513	35,224	41,876	45,008	<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน</b>				
ต้นทุนขาย	(13,662)	(23,675)	(27,744)	(29,735)	กำไรก่อนภาษี	3,160	6,083	6,956	7,897
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>9,851</b>	<b>11,549</b>	<b>14,132</b>	<b>15,273</b>	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	2,150	2,707	655	683
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(6,945)	(7,224)	(8,192)	(8,394)	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	298	(102)	-	-
<b>กำไรจากการดำเนินงาน</b>	<b>2,906</b>	<b>4,325</b>	<b>5,940</b>	<b>6,879</b>	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์และหนี้สินดำเนินงาน	(1,158)	(2,493)	(505)	(1,288)
ส่วนแบ่งผลกำไรจากเงินลงทุน	300	382	325	200	<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>4,449</b>	<b>6,195</b>	<b>7,106</b>	<b>7,292</b>
รายได้จากการจำหน่ายสินค้าและอาหาร	222	1,009	1,100	1,133	<b>กระแสเงินสดจากการลงทุน</b>				
รายได้(ค่าใช้จ่าย)อื่น	317	658	470	470	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	(1,203)	94	647	(201)
F/X, Extra Item	-	479	-	-	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(1,154)	(3,677)	(1,882)	730
กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี	3,744	6,853	7,835	8,682	อื่นๆ	(106)	(193)	105	(54)
ดอกเบี้ยจ่าย	(584)	(770)	(882)	(785)	<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>(2,462)</b>	<b>(3,775)</b>	<b>(1,129)</b>	<b>476</b>
ภาษีเงินได้	(779)	(1,456)	(1,525)	(1,579)	<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน</b>				
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(85)	(241)	(281)	(316)	เพิ่ม/ลด เงินกู้	(498)	145	(1,314)	(2,888)
กำไรสุทธิ	2,295	4,386	5,151	6,002	เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	10	-	-
<b>กำไรจากการดำเนินงานปกติ</b>	<b>2,295</b>	<b>3,907</b>	<b>5,151</b>	<b>6,002</b>	อื่นๆ	(31)	-	-	-
<b>EPS</b>	<b>1.49</b>	<b>2.84</b>	<b>3.33</b>	<b>4.94</b>	ลด จ่ายปันผล	(850)	(1,056)	(1,545)	(1,700)
ยอดขาย (YoY%)	9%	50%	19%	7%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(1,379)	(902)	(2,860)	(4,588)
กำไรขั้นต้น (YoY%)	8%	17%	22%	8%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	608	1,518	3,117	3,180
กำไรจากการดำเนินงาน (YoY%)	21%	49%	37%	16%	<b>กระแสเงินสดสุทธิ</b>	<b>2,494</b>	<b>4,007</b>	<b>6,993</b>	<b>10,172</b>
กำไรสุทธิ (YoY%)	33%	91%	17%	17%					
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
ยอดขาย	6,625	8,983	10,087	9,530	เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	2,489	3,876	6,993	10,172
ต้นทุนขาย	(3,895)	(5,546)	(6,065)	(6,640)	ลูกหนี้การค้า	1,893	3,377	3,350	3,601
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>2,729</b>	<b>3,436</b>	<b>4,022</b>	<b>2,890</b>	สินค้าคงเหลือ	398	1,038	503	540
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(1,835)	(2,392)	(2,538)	(1,986)	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	250	122	409	421
กำไรจากการดำเนินงาน	894	1,044	1,485	904	เงินฝากธนาคารที่มีภาระค้ำประกัน	62	25	16	16
รายได้ค่าเช่าพื้นที่	230	244	245	291	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์	18,858	29,430	30,657	29,244
รายได้(ค่าใช้จ่าย)อื่น	163	284	302	291	<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>32,197</b>	<b>58,792</b>	<b>62,114</b>	<b>64,474</b>
F/X, Extra Item	-	479	-	0	เจ้าหนี้การค้า	1,314	3,391	2,408	2,588
กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี	1,287	2,051	2,031	1,486	ส่วนของหนี้สินที่ครบกำหนดชำระภายใน 1 ปี	3,433	813	2,887	3,887
ดอกเบี้ยจ่าย	(133)	(242)	(192)	(203)	เงินกู้ยืมระยะยาว	7,358	15,412	12,105	8,218
ภาษีเงินได้	(288)	(351)	(488)	(329)	หนี้สินรวม	15,914	25,375	24,811	22,553
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(28)	(71)	(78)	(63)	ทุนเรียกชำระแล้ว	1,246	1,545	1,545	1,545
กำไรสุทธิ	838	1,387	1,273	891	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	6,989	20,022	20,022	20,022
ยอดขาย (YoY%)	10%	71%	60%	59%	กำไรสะสม	5,293	9,159	12,764	17,066
กำไรขั้นต้น (YoY%)	2%	64%	47%	23%	<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>16,283</b>	<b>33,417</b>	<b>37,128</b>	<b>41,746</b>
กำไรจากการดำเนินงาน (YoY%)	-12%	136%	56%	82%	<b>รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>32,197</b>	<b>58,792</b>	<b>61,939</b>	<b>64,299</b>
กำไรสุทธิ (YoY%)	11%	338%	74%	81%					
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.82	1.17	1.15	1.30	จำนวนผู้ป่วย				
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า(เท่า)	12	10	13	13	-ผู้ป่วยไทย	3.44	6.62	7.70	7.93
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	10	7	12	11	-ผู้ป่วยต่างชาติ	0.87	0.94	0.99	1.01
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น(เท่า)	0.98	0.76	0.67	0.54	จำนวนผู้ป่วย				
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	7.3%	9.6%	8.5%	9.5%	-ผู้ป่วยนอก	3.77	6.67	7.68	7.91
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	14.8%	17.6%	14.6%	15.2%	-ผู้ป่วยใน	0.55	0.90	1.00	1.03

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP