



11 กรกฎาคม 2555

## บมจ. รพ. บำรุงราษฎร์\*

ถ้าไรยังดูดีแม้ไม่มี KH

ชื่อ	
ปฎิภาคน วาวัฒน์	ราคาปัจจุบัน (บ.) 79.50
66.2658.8888 Ext.8847	ราคาเป้าหมาย (บ.) 97.00
<a href="mailto:phatipakn@kgi.co.th">phatipakn@kgi.co.th</a>	Upside (%) 23.2
Year to Dec	Sales Net income EPS P/E
	Bt mn Bt mn Bt/share (x)
2011	11,015 1,588 2.18 36.2
2012F	12,920 2,723 3.73 21.1
2013F	14,952 2,616 3.58 22.0
Dividend yield-12/12F (%)	2.4
Price to book value - 12/12F (x)	6.9
Absolute performance (3,6,12M) (%)	46.5; 59; 116.3
Relative performance (3,6,12M) (%)	40.5; 38.9; 93.5

### สรุปประเด็นสำคัญ และข่าวล่าสุด

- ปรับเพิ่มประมาณการ EPS จากธุรกิจหลักขึ้น 10% จากการที่ ได้รับผลกระทบจากการขึ้นค่าแรงขั้นต่ำน้อยกว่าที่ตลาด
- สามารถบันทึกกำไรจากการขายหุ้น KH 611 ล้านบาท
- และสามารถนำกำไรที่ได้ไปลงทุนในบริษัทใหม่ซึ่งอาจจะได้เห็นในไตรมาสที่ 3/55
- ลงคำแนะนำซื้อโดยให้ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 97.00 บาท

ลงคำแนะนำซื้อโดยให้ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 97.00 บาท

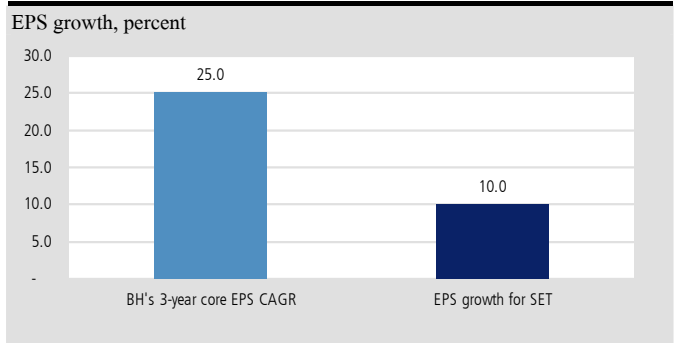
เรายังคงคำแนะนำซื้อ BH โดยให้ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 97.00 บาทจากเดิม 80.00 บาท ซึ่งเท่ากับยังมี upside อยู่ที่ 23.2% จากราคาหุ้นในตลาด ซึ่งการที่เราปรับเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นนั้นเป็นผลมาจากการที่เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้นอีก 10% เนื่องจากการขึ้นค่าแรงขั้นต่ำตั้งแต่เมื่อต้นปี 2555 ส่งผลกระทบต่อ margin ของบริษัทน้อยกว่าที่คาด และการขายเข้าไปใช้ราคาเป้าหมายของปี 2556 แม้ว่าราคาหุ้นจะปรับตัวขึ้นมามากแล้วถึง 30% ในช่วงสองสัปดาห์ที่ผ่านมา แต่เราเชื่อว่า BH จะยังคงปรับตัวดีกว่าตลาดต่อไปอีก 12 เดือนข้างหน้าจากเหตุผล 3 ประการ ได้แก่ การที่ BH ยังคงเป็นบริษัทที่ได้ประโยชน์หลัก จากวัฏจักรขาขึ้นของ medical tourists และการเติบโตของผลประกอบการในอีก 3 ปีข้างหน้าจะยังคงโดดเด่นเมื่อเทียบกับตลาด (core EPS CAGR อยู่ที่ 25.1% ในปี 2555-2557) แม้ว่าเราจะไม่ได้รับส่วนแบ่งกำไรจาก Bangkok Chain Hospital (KH.BK, KH.TB) แล้วก็ตาม เหตุผลประการที่สองคือ เรามองว่าการขายหุ้น KH เป็นข่าวบวกสำหรับ BH ไม่ใช่ข่าวลบเนื่องจากจะทำให้ BH สามารถออกจากการเป็นพันธมิตรในลักษณะ non-synergic ในขณะที่มีกำไรจำนวนมากจากการขายอีกด้วย โดยเรามองว่า BH น่าจะสามารถประกาศคิด M&A ใหม่ได้ในไตรมาสที่ 3/55 นี้ ประการสุดท้ายคือ การที่บริษัทมีอัตราการเติบโตของกำไรที่ค่อนข้างแน่นอนในระดับสองหลักในอีก 3 ปีข้างหน้า ธุรกิจที่มีลักษณะ defensive และโอกาสในการเกิดคิด M&A ใหม่ เราจึงมองว่าหุ้น BH ไม่แพงเนื่องจากราคาในปัจจุบันคิดเป็น 27x ของ PE ปี 2555 และ 22x ของ PE ปี 2556 เท่านั้น

ภาพที่ 1: ปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้น 10% หลังขายหุ้น KH

Bt mn	2012F			2013F		
	Revised	Previous	% change	Revised	Previous	% change
Core profit	2,112	2,004	5.4	2,616	2,573	1.7
Net profit	2,723	2,004	35.9	2,616	2,573	1.7
<b>Key assumption</b>						
SG&A/sale ratio (%)	15.0	16.8	(1.8)	14.0	15.5	(1.5)
Gain from KH's divestment	611.0					

Source: Company data; KGI Securities (Thailand) estimates

ภาพที่ 2: อัตราการเติบโตของกำไรโดดเด่นเมื่อเทียบกับตลาด



Source: Bloomberg; KGI Securities (Thailand)

### เรามองว่าการขาย KH เป็นการตัดสินใจที่ดี

เมื่อวานนี้ BH ได้ขายหุ้นทั้งหมดที่มีใน KH (ประมาณ 498.74 ล้านหุ้น หรือ 24.99%) ที่ราคา 9.15 บาทต่อหุ้น ซึ่งหลังจากการขายหุ้นดังกล่าว BH จะได้รับเงินสดทั้งสิ้น 4.56 พันล้านบาท หรือ 6.25 บาทต่อหุ้น และจะบันทึกกำไรจากการขาย (หลังหักภาษีแล้ว) 611 ล้านบาท (หรือ 0.83 บาทต่อหุ้น) ในไตรมาสที่ 3/55 เรามองว่าการขายหุ้น KH เป็นข่าวบวกต่อ BH ไม่ใช่ข่าวลบ โดยในแง่ของงบการเงินแล้ว การขายหุ้น KH จะทำให้กำไรของ BH ลดลงประมาณ 100 ล้านบาทในปี 2555 และ 250 ล้านบาทในปี 2556 หรือประมาณ 9% ของประมาณการกำไรของเรา แต่หลังจากเราปรับเพิ่มประมาณการกำไรจากการที่ผลกระทบจากการขึ้นค่าแรงขั้นต่ำต่อ margin น้อยกว่าที่คาดแล้ว กำไรที่เพิ่มขึ้นจากการปรับดังกล่าวก็ชดเชยพอดีกับส่วนแบ่งกำไรจาก KH ที่หายไป (ดูภาพที่ 1) ในแง่กลยุทธ์ทางธุรกิจ การขายหุ้นดังกล่าวจะทำให้ BH สามารถปลดตัวเองออกจากการเป็นพันธมิตรในลักษณะ non-synergic และเปิดโอกาสให้ไปลงทุนในโรงพยาบาลแห่งอื่นซึ่งมีความเหมาะสมกับกลยุทธ์ของ BH มากกว่าแทน เป็นที่น่าสังเกตว่าไม่มี synergy ใดๆ เลยระหว่างโรงพยาบาลทั้งสองแห่งนับตั้งแต่ที่ BH เข้าซื้อหุ้น KH เมื่อต้นปี 2554 เราเชื่อว่าบริษัทจะไม่ทอดทิ้งเงินจำนวนมากขนาดนี้เอาไว้เนิ่นๆ โดยไม่ทำอะไร ดังนั้นจึงเป็นไปได้ว่า BH จะประกาศคิด M&A ใหม่ได้ในไตรมาสที่ 3/55 นี้ ทั้งนี้เรายังไม่ได้รับรู้คิด M&A ใหม่ที่เข้าไปในแบบจำลองของเรา

### แนวโน้มการเติบโตของกำไรจะเร่งตัวขึ้นในไตรมาสที่ 2/55

หลังจากการคุยถึงแนวโน้มผลประกอบการไตรมาสที่ 2/55 กับทางบริษัท เรามีความรู้สึกว่าการเติบโตของกำไรในไตรมาสที่ 2/55 อาจจะทำให้สร้างแรงบันดาลใจให้ตลาด ทั้งนี้รายได้ที่น่าจะยังคงโตใกล้เคียงกับไตรมาสที่ 1/55 ที่ 15.2%YoY และผลกระทบจากการขึ้นค่าแรงขั้นต่ำจะน้อยกว่าที่เราคาดไว้ก่อนหน้านี้ ดังนั้น EBITDA margin ในไตรมาสที่ 2/55 ที่น่าที่จะสูงขึ้นจากไตรมาสที่ 2/54 ซึ่งจากการที่รายได้โตอย่างแข็งแกร่ง และ EBITDA margin ที่เพิ่มขึ้น เราจึงคาดว่ากำไรสุทธิในไตรมาสที่ 2/55 จะโตอย่างโดดเด่นที่ระดับ 56.4%YoY เป็น 520 ล้านบาท

### Disclaimer

บริษัทหลักทรัพย์ เคจีไอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ("บริษัท") มิได้ให้การรับรองใดๆ ถึงความถูกต้องและแท้จริงของข้อมูลในเอกสารนี้ ("ข้อมูล") ดังนั้นไม่ว่าจะด้วยเหตุใดก็ตาม บริษัทไม่ขอรับผิดชอบต่อความเสียหายในรายได้ หรือผลประโยชน์ใดๆ ทั้งทางตรงและทางอ้อมที่เกิดขึ้นจากการใช้ ข้อมูล และข้อมูลนี้มิได้จัดทำขึ้นเพื่อเป็นการชักจูงหรือชี้แนะให้ซื้อขายหลักทรัพย์ใดๆ ทั้งนี้ข้อมูลถูกจัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่เป็นปัจจุบันและ บริษัทสงวนสิทธิในการแก้ไขข้อความใดๆ ในเอกสารนี้โดยมิต้องบอกกล่าวล่วงหน้า

