

ราคาปัจจุบัน	79.50 บาท	คำแนะนำ	ขายทำกำไร	Target Price (Y2013)	72.50 บาท
--------------	-----------	---------	-----------	----------------------	-----------

Highlight Issue:

- ตัดสินใจขาย KH ที่ถืออยู่ทั้งหมดทั้ง...อ้างเหตุไม่เกิด Synergy แล้วและเราคาดบันทึกกำไรพิเศษสุทธิจากธุรกรรมครั้งนี้ 773 ลบ.
- แม้ระยะสั้น จะมีเงินสดเข้าสุทธิกว่า 4,463 ล้านบาทใน 3Q55 ...แต่ระยะยาว ถูกบันทึกหนี้จากส่วนแบ่งกำไรที่หายไปเฉลี่ย 7% ต่อปี
- คาดกำไรสุทธิ 2Q55 จะโตถึง 47%YoY ที่ 506 ล้านบาท...แต่ก็ยังคงลดลงตามฤดูกาล -13%QoQ เช่นกัน
- มองราคาหุ้นรับข่าวบวกไปแล้ว...เป็นจังหวะ “ขายทำกำไร” โดยปรับราคาเป้าหมายปี 55-56 ใหม่เป็น 74.50 บาทและ 72.50 บาท (เทียบเท่า EV/EBITDA ปี 56 ที่ 15.3 เท่า)

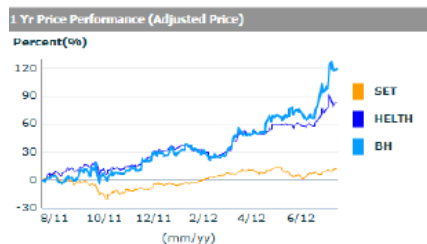
จำนวนหุ้น	728.4	ล้านหุ้น
ราคา Par	1	บาท
มูลค่าตลาด	57,907	ล้านบาท
Free Float	37.0%	
Foreign Limit	49.0%	

ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ :

- 1) บมจ.กรุงเทพประกันภัย (BLA)
- 2) บมจ.กรุงเทพดุสิตเวชการ (BGH)

การดำเนินธุรกิจ :

กิจการโรงพยาบาลขนาดใหญ่แบบครบวงจร ที่ส่วนใหญ่กว่า 60% เป็นกลุ่มลูกค้าต่างชาติ โดยปัจจุบัน ถือเป็นหนึ่งในโรงพยาบาลที่รักษาคณชีพุชาต่างชาตินี้ใหญ่ที่สุดในภูมิภาคนี้ด้วย



นักวิเคราะห์

ณัฐพล คำนวนผล 02-684-8796
nuttapon@aira.co.th

ขายเงินลงทุนใน KH ทั้งหมด...คาดบันทึกกำไรพิเศษสุทธิ 773 ล้านบาทใน 3Q55 โดยมีระบุสาเหตุมาจาก BH ประเมินไม่เกิด Synergy ดังที่คาดหวังไว้ก่อนหน้านี้ อีกทั้ง ระดับราคาเสนอขายที่ BH ได้ที่ 9.15 บาทต่อหุ้น ก็ถือเป็นระดับที่น่าพอใจของ BH โดยเบื้องต้น เราประเมินการขายเงินลงทุนใน KH ทั้งหมดครั้งนี้ จะทำให้ BH ได้เงินสดสุทธิหักภาษีกว่า 4,463 ล้านบาทใน 3Q55 (คิดเป็นราว 6.4 บาท/หุ้น) ซึ่งเมื่อเปรียบเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของเงินลงทุนดังกล่าวตามวิธีส่วนได้ส่วนเสีย ณ สิ้น 1Q55 ที่ 3,690 ล้านบาท ประกอบกับมีสิทธิประโยชน์ทางภาษีจากผลขาดทุนของ บ.ลูกในเครือ (BMC) ค้างใช้อีกราว 100 ล้านบาท ก็ส่งผลราคา BH จะมีบันทึกกำไรพิเศษสุทธิหลังภาษีจากธุรกรรมครั้งนี้ใน 3Q55 กว่า 773 ล้านบาท

BH ถือ KH	จำนวนหุ้น (Mหุ้น)	ต้นทุนการได้มา/หุ้น	มูลค่า (MB)
เดิม-ก่อนจ่ายหุ้นปันผลปี 54	416	8.50	3,533
เดิม-หลังจ่ายหุ้นปันผลปี 54	499	7.08	3,533
ณ สิ้น 1Q55-เงินลงทุนใน KH อิงตามวิธีส่วนได้เสีย	499	7.40	3,690
ธุรกรรมการขาย (ตามข่าว)	499	9.15	4,564
กำไรจากการขาย KH-ก่อนภาษี			874
ผลประโยชน์ทางภาษีจากขาดทุนของบ.ในเครือค้างใช้			- 100
กำไรจากการขาย KH-หลังภาษี 23%			773

ที่มา : SET, กรุงเทพธุรกิจและ AIRA estimates

Projection	2012F	2013F	2014F	2015F
Net profit after divestment-KH (exclude Extra Gain 773 MB)	1,993	2,319	2,547	2,751
Net profit before divestment-KH	2,059	2,487	2,731	2,948
%Chg	-3.2%	-6.7%	-6.7%	-6.7%

ที่มา : AIRA estimates

มองระยะยาวถูกบันทึกหนี้จากส่วนแบ่งกำไรที่หายไปเฉลี่ย -7%ต่อปีนับตั้งแต่ปี 56

ถึงแม้ระยะสั้น เราประเมินธุรกรรมครั้งนี้จะทำให้ BH มีกระแสเงินสดเข้ามา 6.4 บาท/หุ้นและจะผลักดันให้เราปรับประมาณการกำไรสุทธิทั้งปี 55 หลังรวมกำไรพิเศษ 773 ล้านบาทแล้วเพิ่มขึ้นเป็น 2,765 ล้านบาท (+74%YoY) พร้อมราคาเป้าหมายปี 55 ใหม่เพิ่มขึ้นเป็น 74.5 บาท (เดิม ราคาเป้าหมาย 66 บาท) อย่างไรก็ตาม ในระยะยาว เรากลับมีมุมมองที่เป็นลบ เนื่องจาก BH จะขาดส่วนแบ่งกำไรที่จะได้รับจาก KH เฉลี่ยกว่า 200 ล้านบาทต่อปีหรือลดลงไปเฉลี่ยกว่า -7%ต่อปีจากประมาณการเดิมของเรา (ตามตารางข้างบน) ในขณะเดียวกัน หากพิจารณาจากระดับที่ขายครั้งนี้ที่ 9.15 บาท/หุ้น ซึ่งคิดเป็น PER ปี 55 ของ KH ที่ราว 21 เท่าแล้ว ก็ถือว่าค่อนข้างต่ำ เมื่อหากนำไปเปรียบเทียบกับค่าเฉลี่ย PER ปี 55 ของกลุ่มการแพทย์ที่ซื้อขายกันในปัจจุบัน 25 เท่าและราคาเป้าหมายเฉลี่ยของ KH ที่ตลาดให้ไว้ (10.13 บาท/หุ้น) กว่า -10% ด้วย

Financial Summary	FY09A	FY10A	FY11A	FY12F	FY13F	FY14F
Revenue	9,069	9,806	11,015	12,645	14,177	15,574
Growth (%)	5.1%	8.1%	12.3%	14.8%	12.1%	9.9%
Net Profit	1,246	1,258	1,588	2,765	2,319	2,547
Growth (%)	4.6%	1.0%	26.2%	74.2%	-16.1%	9.8%
EPS	1.71	1.73	2.18	3.79	3.18	3.49
BV	7.50	8.31	9.22	11.49	13.08	14.83
Dividend	0.85	0.90	1.10	1.52	1.59	1.74
PE	46.59	45.95	36.47	20.99	25.02	22.78
PBV	10.61	9.56	8.62	6.92	6.08	5.36
Dividend Yield	1.1%	1.1%	1.4%	1.9%	2.0%	2.2%

Source: Company, AIRA Estimates

● ประเด็นสำคัญหลังจากที่อยู่ที่เงินที่ได้มา...BH จะนำไปสร้างผลตอบแทนใหม่คุ้มค่ามากเพียงใดเมื่อเทียบกับ KH?

โดยจากการสอบถามข้อมูลเบื้องต้น เงินทุนที่ BH ได้มาจากธุรกรรมครั้งนี้ จะยังไปขยายการลงทุนใหม่เป็นหลัก ซึ่งมีความเป็นไปได้สูงที่ BH จะนำไปพัฒนาที่ดินที่ได้ซื้อเพิ่มเติมขนาด 5 ไร่บนถนนเพชรบุรี เพื่อสร้างเป็นศูนย์การแพทย์เฉพาะทางที่แยกออกจากที่ตั้งของรพ.ในปัจจุบัน เพื่อลดปัญหาการจราจรและข้อจำกัดในการให้บริการในระยะยาว นอกจากนี้ ยังคงแผนการเติบโตทั้งในแง่การสร้างรพ.แห่งใหม่เพิ่มเติมหรือการซื้อกิจการในอนาคตด้วย ซึ่งเรามองเป็นประเด็นที่สำคัญหลังจากนี้จะอยู่ที่โครงการใหม่ที่จะเกิดขึ้นให้ผลตอบแทนที่คุ้มค่ามากเพียงใดเมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทน (ROE) ที่ KH ให้เฉลี่ยต่อปีที่สูงถึง 25%

Short Name	Market Cap	Price:D-1	BEst P/E		BEst Curr EV/BEst EBITDA		BEst P/B		Country
			2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E	
BANGKOK DUSIT MD	4,966,502,912	3.16	26.2	24.3	16.9	15.2	4.3	3.9	Thailand
BUMRUNGRAD HOSPI	1,807,213,952	2.48	27.8	25.1	18.7	16.7	7.5	6.6	Thailand
BANGKOK CHAIN HO	575,117,696	0.29	21.5	19.1	12.5	11.2	4.7	4.2	Thailand
RAFFLES MEDICAL	1,057,656,064	1.91	23.6	20.1	17.1	14.8	3.6	3.2	Singapore
RYMAN HEALTHCARE	1,437,117,056	2.87	18.7	15.4	16.8	13.5	2.8	2.5	New Zealand
IHH Healthcare*	22,559,600,000	2.80	47.5	33.7	18.0	14.8	1.4	1.3	Malaysia , Singapore
KPJ HEALTHCARE	1,250,749,056	2.00	25.3	21.6	15.1	13.3	3.8	3.5	Malaysia
APOLLO HOSPITALS	1,558,829,824	11.42	35.6	28.5	17.5	14.3	3.5	3.1	India
FORTIS HEALTHCAR	745,111,808	1.83	55.6	42.9	33.7	16.3	1.2	1.2	India
AIER EYE HSPTL-A	1,434,446,976	3.37	36.0	24.9	19.4	14.1	5.6	4.8	China
TOPCHOICE MEDI-A	574,007,552	3.60	38.1	27.9	25.2	19.1	8.7	6.7	China
RAMSAY HEALTH	4,810,359,808	23.80	19.9	17.7	10.1	9.2	3.5	3.2	Australia
Average PEER			31.3	25.1	18.4	14.4	4.2	3.7	Asia-Pacific

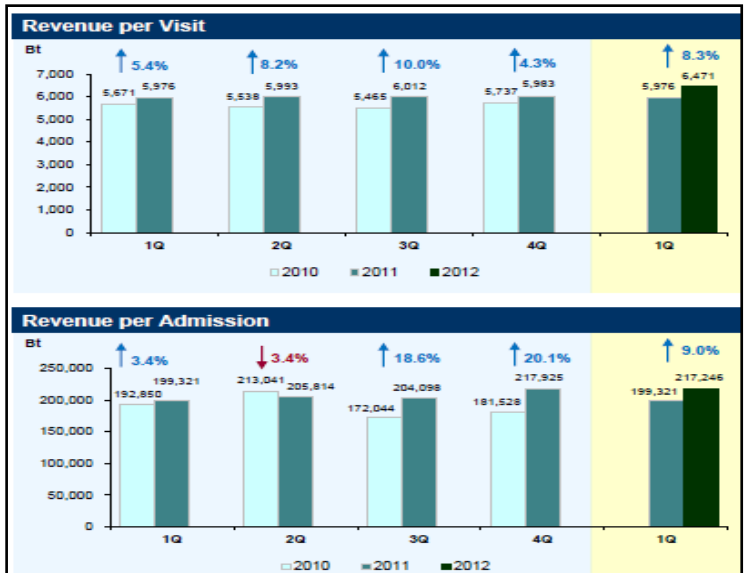
Source : Bloomberg as of 13 Jul,2012 Base on USD Currency
Remark : IHH at IPO Price 2.8RM Currency

● สำหรับแนวโน้มกำไรสุทธิ 2Q55 แม้คาดจะโตสูงถึง 47%YoY แต่ก็ยังหดตัวลงตามฤดูกาล -13%QoQ เช่นกัน

สำหรับปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตหลักใน 2Q55 เบื้องต้น เรายังคงประเมินเป็นผลจากความซับซ้อนในการรักษาโรคและปริมาณผู้ให้บริการที่ยังเติบโตสูงขึ้นจาก 2Q54 ผลักดันการเติบโตของรายได้ให้บริการ 2Q55 จะขยายตัวสูงใกล้เคียงกับ 1Q55 ที่ 13%YoY (1Q55 โต 15%YoY) ในขณะที่ด้านความสามารถในการทำกำไร แม้จะได้รับผลกระทบจากการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำเฉลี่ยเกือบ 40 ล้านบาท/ไตรมาส อย่างไรก็ตาม ด้วยผลบวกจากการเกิดการประหยัดต่อขนาด (Economy of scale) ประกอบกับเทคโนโลยีในการรักษาที่มากขึ้น รวมถึง ผลบวกจากการรับรู้ส่วนแบ่งกำไรของ KH อีก 53 ล้านบาทใน 2Q55 ก็ส่งผลลดอัตรากำไรจากการดำเนินงาน (EBITDA Margin) 2Q55 ยังทรงตัวสูงที่ระดับ 27.8% อีกทั้ง ยังมีผลประโยชน์จากอัตราภาษีที่ต่ำลง ก็ทำให้เราได้ตัวเลขประมาณการกำไรสุทธิ 2Q55 ที่ 506 ล้านบาท ซึ่งเพิ่มขึ้นกว่า 47%YoY แต่ก็ยังหดตัว -13%QoQ ตามผลกระทบของฤดูกาลเช่นกัน

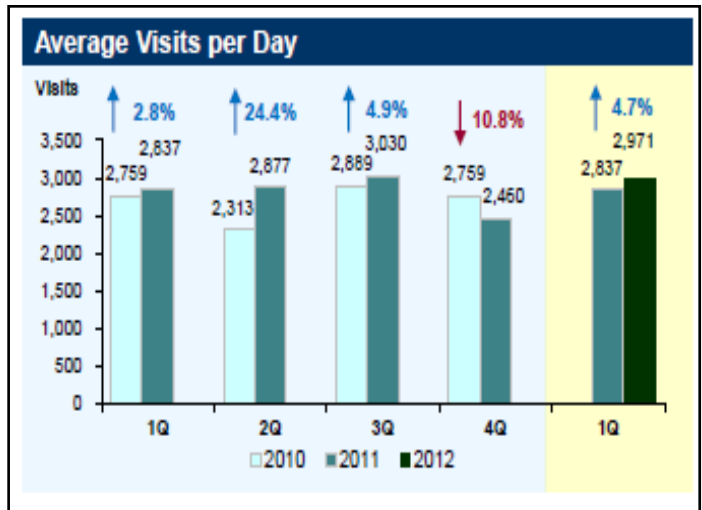
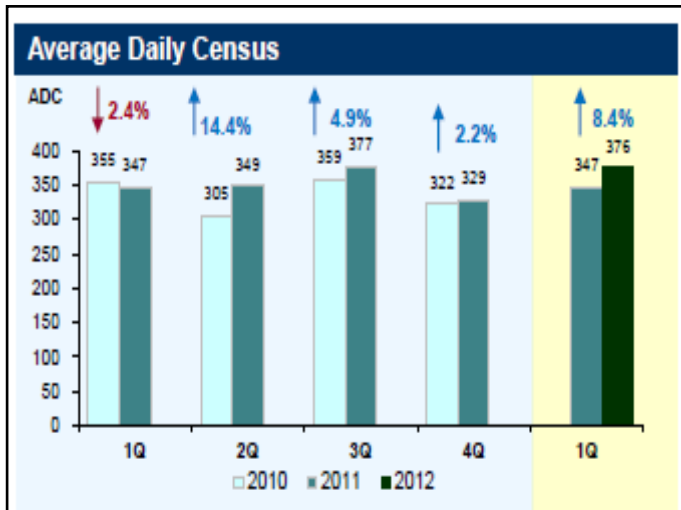
Income Statement (Mbaht)	2Q12F	1Q12	2Q11	%QoQ	%YoY
Sales	3,130	3,155	2,783	-0.8%	12.5%
COGS	2,029	2,008	1,829	1.1%	10.9%
Gross Profit	1,101	1,147	954	-4.0%	15.5%
SG&A	505	485	443	4.2%	13.9%
Other Revenues	103	130	59	-20.6%	73.9%
EBIT	699	792	570	-11.7%	22.8%
Depreciation and Amortisation	172	173	161	-0.8%	6.9%
EBITDA	872	966	731	-9.8%	19.3%
Interest Expense	55	59	52	-6.9%	6.6%
Income Tax	148	159	185	-6.9%	-20.1%
Core Profit	496	574	332	-13.6%	49.2%
Extraordinary Items	10	9	12	13.1%	-13.5%
Net Profit	506	583	344	-13.2%	47.1%
Gross Profit Margin (%)	35.2%	36.4%	34.3%		
EBITDA Margin (%)	27.8%	30.6%	26.3%		
Net Profit Margin (%)	16.2%	18.5%	12.4%		

Source: Company, AIRA Estimates



● แนะนำ “ขายทำกำไร” โดยมีราคาเป้าหมายใหม่ปี 55-56 ที่ 74.50 บาทและ 72.50 บาทอิง DCF

เรามองราคาหุ้นในช่วงที่ผ่านมาได้ปรับขึ้นรับปัจจัยบวกไปมากแล้ว โดยปัจจุบัน ซื้อขายในระดับ PER ปี 56 ที่สูงถึงกว่า 25 เท่า ซึ่งเป็นระดับสูงที่สุดในกลุ่มธุรกิจให้บริการการแพทย์ในไทย หรือหากเปรียบเทียบกับธุรกิจใกล้เคียงกันในระดับภูมิภาค ก็พบว่า ระดับ EV/EBITDA และ PBV ปี 56 ของ BH อยู่สูงถึง 17 เท่าและ 6.6 เท่า ซึ่งสูงกว่าทั้งค่าเฉลี่ยและหุ้น IHH (IPO-กิจการรพ.ขนาดใหญ่ที่กำลังจะเข้าซื้อขาย) อยู่ค่อนข้างมากเช่นกัน (ตามตารางข้างบน) ดังนั้น เราจึงคงคำแนะนำ “ขายทำกำไร” โดยมีราคาเป้าหมายปี 55-56 ที่ 74.5 บาทและ 72.5 บาทอิงวิธี DCF โดย wacc ที่ 9.3% และอัตราการเติบโตในระยะยาวที่ 4.5%



Campus Expansion

- Back office**
 - Move off campus into leased office space
 - Move into new BI Support Building
- Clinics**
 - Open 5 floors in Bumrungrad International Clinic building
 - Expand clinics in Bumrungrad International Hospital Building
- Inpatient**
 - Add 44 ICU beds and 61 ward beds in Bumrungrad International Hospital building
 - Expand ancillary services
- Bumrungrad International Support Building**
 - Bought 6,700 sq. meters of land on Petchburi Road.
 - Capability to construct building for back offices, employee housing and parking




Est. Capital Investment (Million THB)	Y11	Y12	Y13	Y14	Y15	Total
	648	962	1,389	718	299	4,016

Realignment of the Corporate Structure

- BHPCL ceased its operating activity. The second capital reduction was completed in 1Q12. As a result BHPCL received Baht 271 million.

ที่มา : ข้อมูลบริษัท






CORPORATE GOVERNANCE REPORT 2011 (IOD)

 Score Range 90-100: Excellent		 Score Range 80-89: Very Good				 Score Range 70-79: Good			
ADVANC	PS	ACAP	HANA	PB	TCAP	2S	FE	NNCL	SYNEX
AOT	PSL	AF	HMPRO	PG	TFD	A	FOCUS	NSI	TBSP
BAFS	PTT	AMANAH	HTC	PHATRA	TFI	AEONTS	FSS	NTV	TCB
BANPU	PTTAR***	AMATA	IFEC	PM	THAI	AFC	GENCO	NWR	TCC
BAY	PTTCH***	AP	INET	PR	THCOM	AGE	GFM	OFM	TCP
BBL	PTTEP	ASIMAR	INTUCH	PRANDA	THIP	AH	GL	PAF	TEAM
BCP	QH	ASP	IVL	PRG	TIC	AHC	GLAND	PAP	TF
BKI	RATCH	AYUD	JAS	PT	TK	AI	GOLD	PATO	TGCI
BMCL	ROBINS	BEC	KCE	PYLON	TMT	AIT	GUNKUL	PDI	THANA
CPN	RS	BECL	KEST	S & J	TNITY	AJ	GYT	PHOL	THANI
CSL	SAT	BFIT	KGI	S&P	TNL	AKR	HFT	PICO	TICON
EASTW	SC	BH	KSL	SABINA	TOG	APRINT	HTECH	PL	TIW
EGCO	SCB	BIGC	KWC	SAMCO	TPC	APURE	IFS	POST	TKS
ERW	SCC	BJC	L&E	SCCC	TRC	AS	ILINK	PPM	TLUXE
GRAMMY	SE-ED	BLA	LANNA	SCG	TRT	ASK	IRC	PREB	TMD
HEMRAJ	SIS	BROOK	LH	SCSMG	TRU	BAT-3K	IRCP	PRECHA	TNH
ICC	THRE	BTS	LOXLEY	SEAFCO	TRUE	BGT	IT	PRIN	TNPC
IRPC	TIP	BWG	LRH	SFP	TSC	BLAND	ITD	PTL	TOPP
KBANK	TIPCO	CENTEL	LST	SICCO***	TSTE	BNC	JTS	Q-CON	TPA
KK	TISCO	CGS	MACO	SINGER	TSTH	BOL	JUTHA	QLT	TPAC
KTB	TKT	CIMBT	MAJOR	SIRI	TTA	BROCK	KASET	RASA	TPCORP
LPN	TMB	CK	MAKRO	SITHAI	TTW	BSBM	KDH	RCI	TPIPL
MCOT	TOP	CM	MBK	SMT	TUF	BTNC	KH	RCL	TPP
NMG		CPALL	MFC	SNC	TVO	CCET	KKC	ROJNA	TR
		CPF	MFEC	SPALI	TYM	CFRESH	KMC	RPC	TTCL
		CSC	MILL	SPI	UAC	CHARAN	KTC	SAUCE	TTI
		DELTA	MINT	SPPT	UMI	CI	KWH	SCBLIF	TWFP
		DEMCO	MK	SSF	UP	CITY	KYE	SCP	TWZ
		DRT	MTI	SSSC	UPOIC	CMO	LALIN	SENA	TYCN
		DTAC	NBC	STA	UV	CMR	LEE	SHANG	UBIS
		DTC	NCH	STANLY	VNT	CNS	LHK	SIAM	UEC
		ECL	NINE	STEC	WACOAL	CNT	MATCH	SIMAT	UOBKH
		FORTH	NKI	SUSCO	WAVE	CPI	MATI	SKR	UPF
		GBX	NOBLE	SVI	ZMICO	CPL	MBAX	SMIT	US
		GC	OCC	SYMC		CRANE	M-CHAI	SMK	UT
		GFPT	OGC	SYNTEC		CSP	MCS	SMM	UVAN
		GLOW	OISHI	TASCO		CSR	MDX	SPC	VARO
						CTW	MJD	SPG	VIBHA
						DCC	MOONG	SST	VNG
						DRACO	MPIC	STAR	WG
						EASON	MSC	SUC	WORK
						EIC	NC	SVOA	YUASA
						ESSO	NEP	SWC	

*** วันที่ 18 ตุลาคม 2554
 PTTAR และ PTTCH
 ความรวมกิจการเป็น PTTGC

***SICCO ขอเพิกถอนหลักทรัพย์จากการเป็น
 หลักทรัพย์จดทะเบียนในวันที่ 7 ตุลาคม 2554

Source: Thai Institute of Directors Association (IOD)

Score Range	Number of Logo	Description
90-100		Excellent
80-89		Very Good
70-79		Good
60-69		Satisfactory
50-59		Pass
Lower than 50	No logo given	N/A

รายงานฉบับนี้จัดทำในนามของบริษัทหลักทรัพย์ ไอรา จำกัด (มหาชน) ("ไอรา") เพื่อเป็นข้อมูลให้กับลูกค้าของไอราเท่านั้น มิได้เป็นการชี้แนะหรือเสนอแนะหรือเชิญชวน เพื่อการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ผู้อ่านควรตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยใช้วิจารณญาณของตนเอง ไอรา รวมทั้งพนักงานของบริษัท ปราศจากความรับผิดชอบในความเสี่ยงอันเกิดจากการใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ไม่ว่าจะทางตรงหรือทางอ้อม ทั้งหมด หรือบางส่วน และไม่ถือเป็นการรับประกันความถูกต้อง สมบูรณ์ และเชื่อถือได้ของข้อมูลในรายงานนี้ ไอรา และ/หรือ กรรมการบริษัท, พนักงาน ที่เกี่ยวข้องอาจมีความสัมพันธ์กับ หรืออาจให้บริการทางด้านวิชาชีพชำนันกิจ และ/หรือ บริการทางการเงินอื่นๆ กับบริษัทที่กล่าวถึงในรายงานฉบับนี้ ไอราขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความคิดเห็น หรือข้อมูลโดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า นักสารฉบับนี้ใช้ภายในไอราเท่านั้น มิได้จัดทำขึ้นสำหรับการลงตีพิมพ์ในหนังสือพิมพ์หรือสื่ออื่นๆ แต่อย่างใด