

## แม้ราคาใกล้เต็มมูลค่าแล้ว แต่ขนาดยังสดใส ยืนยัน “ถือ”

วันที่ 15 สิงหาคม พ.ศ. 2555

### ▶ คาดกำไรปกติงวด 2Q55 ลดลงเพียง 13.4% qoq แม้เป็นช่วงนอกฤดูกาล

รายได้ค่าบริการรวมในงวด 2Q55 ลดลงจากไตรมาสก่อนเล็กน้อย แม้เป็นช่วงนอกฤดูกาลของธุรกิจ ร.พ. แต่ยังเติบโตถึง 15.7% yoy เมื่อเทียบกับ 2Q54 สืบเนื่องจากผู้ป่วยต่างชาติเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยยะ คือ ผู้ป่วยในเพิ่มขึ้น 19% yoy และผู้ป่วยนอกเพิ่มขึ้น 12% yoy ขณะที่ผู้ป่วยคนไทยที่เป็นคนไข้ในเพิ่มขึ้น 9% และคนไข้นอกเพิ่มขึ้น 6% yoy รวมทั้งยังรับผลบวกของการทยอยปรับขึ้นค่ายา 5% yoy และการเข้ารับการรักษาโรคที่รุนแรงเพิ่มขึ้น ขณะที่แม้จะได้รับผลกระทบบางส่วนจากการปรับขึ้นเงินเดือนและค่าแรงขึ้นต่ำ โดยเฉพาะกลุ่มรพ. ญาไท-เปาโล แต่ต้นทุนบริการและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานรวมกัน ชัยชนะขึ้นในอัตราที่น้อยกว่ารายได้ บวกกับส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวมเพิ่มขึ้นจาก 76 ล้านบาท เป็น 206 ล้านบาท เนื่องจากงวด 2Q55 เป็นไตรมาสแรกที่ BGH จะรับส่วนแบ่งกำไรจาก BH ตามวิธีส่วนได้ส่วนเสียเต็มไตรมาส ทำให้กำไรปกติ 2Q55 ของ BGH จะอยู่ที่ 1,293 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 42.7% yoy แต่ลดลง 9.7% qoq ตามผลฤดูกาล อย่างไรก็ตาม เนื่องจากงวด 1Q55 BGH มีการรับรู้กำไรพิเศษ 1,795 ล้านบาท จากการปรับมูลค่าเงินลงทุน BH ที่ซื้อล็อตแรก ให้เท่ากับราคาหุ้นล็อตที่ 2 ก่อนที่จะรับรู้รายได้ตามวิธีส่วนได้ส่วนเสีย และงวด 2Q54 มีการรับรู้กำไรพิเศษ 479 ล้านบาทจากการปรับมูลค่าเงินลงทุนในรพ. ญาไท แบบเดียวกับ BH เป็นผลให้กำไรสุทธิงวด 2Q55 ลดลง 6.7% yoy และ 59.96% qoq

### ▶ ปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2555 สะท้อนบ.ร่วม BH มีกำไรจากขายหุ้น KH

เนื่องจากบริษัทร่วมคือ BH จะรับรู้กำไรจากขายหุ้นทั้งหมดของ KH ในงวด 3Q55 รวบรวม 608 ล้านบาท ทำให้ BGH จะรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมเพิ่มขึ้นราว 120 ล้านบาท เน้นความคาดหวังของฝ่ายวิจัย ส่งผลให้ฝ่ายวิจัยปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2555 อีก 120 ล้านบาท และคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2556 ขณะที่กำไรในงวด 3Q55 จะได้รับผลบวกจากช่วง Peak ของฤดูกาล และรองลงมาคืองวด 4Q55 ขณะที่แผนระยะยาว BGH ตั้งเป้าหมายขยายจำนวนเตียงของกลุ่มจากปัจจุบันที่มีอยู่ราว 4,130 เตียง ให้เป็น 6 พันเตียงภายในระยะ 3-5 ปีนี้ โดยปัจจุบันมีแผนเปิดรพ. ในต่างจังหวัด 3 แห่ง คือ 1) รพ. กรุงเทพ เชียงใหม่ ขนาดราว 200 เตียง คาดจะเปิดให้บริการกลางปี 2557 2) รพ. กรุงเทพ อุดร ขนาด 120 เตียง จะเปิดให้บริการอย่างเป็นทางการในปลายปีนี้ และ 3) รพ. สุนทรภู่ ระยอง ขนาด 140 เตียง จะเปิดเป็นรพ. ระดับกลาง-ล่าง และเริ่มให้บริการต.ค. 2556 นอกจากนี้ยังการศึกษาค่าความเป็นไปได้ในการเข้าซื้อกิจการรพ. แห่งอื่นของไทยเพิ่มเติมเพื่อเพิ่มเครือข่ายและขยายฐานรายได้ในระยะยาว ทั้งนี้ภายใต้ประมาณการใหม่ กำไรปกติปี 2555 จะเติบโตราว 43.4% และต่อเนื่องอีก 13.7% ในปี 2556

### ▶ ยืนยัน “ถือ” รอมูลค่าพื้นฐานที่มีโอกาสเพิ่มขึ้นตามการเติบโตในระยะยาว

มูลค่าพื้นฐานหุ้นภายใต้ประมาณการใหม่อยู่ที่ 100.00 บาท มี Upside จากราคาปัจจุบันเพียง 2.8% ต่ำกว่าราคาหุ้นปัจจุบัน อย่างไรก็ตามด้วยความได้เปรียบเทียบด้านโครงสร้างที่มากที่สุดในประเทศ และชื่อเสียงในการรักษาผู้ป่วยต่างชาติ จึงจัดเป็นหนึ่งในรพ. ที่จะได้ประโยชน์จากการเปิดเสรี AEC ในระยะยาว ฝ่ายวิจัยจึงยังคงคำแนะนำ “ถือ” เพื่อรอมูลค่าพื้นฐานที่มีโอกาสขยับขึ้นในปีถัดไปตามการเติบโตของกิจการและโอกาสใหม่ หากมีการซื้อกิจการรพ. เพิ่มในอนาคต

Key Data (ล้านบาท)	FY52A	FY53A	FY54A	FY55F	FY56F
FY: ปีที่ 31 ธ.ค.					
รายได้ค่าบริการ	21,597	23,513	35,224	41,876	45,008
กำไรสุทธิ	1,725	2,295	4,386	7,397	6,367
Norm Profit	1,725	2,295	3,907	5,602	6,367
Norm EPS (บาท)	1.42	1.84	2.53	3.62	4.12
Norm PER (x)	68.46	52.80	38.47	26.83	23.60
DPS (บาท)	0.70	0.80	1.45	1.49	1.69
Dividend Yield (%)	0.7%	0.8%	1.5%	1.5%	1.7%
BV (บาท)	9.54	10.54	21.62	25.57	28.42
PBV (x)	10.19	9.23	4.50	3.80	3.42
ROE (%)	11.70	14.09	13.12	18.72	14.50

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารฉบับนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่พ่วงกรณีใด

คำแนะนำการลงทุน

ถือ

ราคาปัจจุบัน : 97.25 บาท

Fair Value : 100.00 บาท

มูลค่าตลาด : 149,523 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2554

NR.

เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2555F	3.62	4.48	-19%
2556F	4.12	4.21	-2%

ที่มา: ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

สัญลักษณ์	ระดับคะแนน	ความหมาย
▲▲▲▲▲	90-100	ดีเลิศ
▲▲▲▲	80-89	ดีมาก
▲▲▲	70-79	ดี
NR	ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน	CGR

กวี มาณิตสุภางษ์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 003974

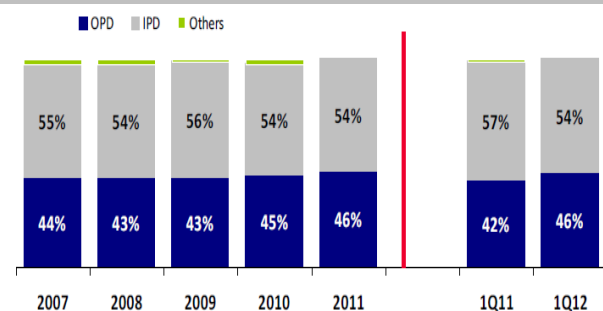
✉ kaweew@asiaplus.co.th

## ประมาณการผลการดำเนินงานงวด 2Q55

(ล้านบาท)	3Q53	4Q53	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	%yoy	%qoq	1H55	2H55	% yoy
รายได้ค่าบริการ	6,294	5,984	6,625	8,983	10,087	9,530	10,666	10,393	15.7%	-2.6%	21,059	15,607	34.9%
ต้นทุนค่ารักษาพยาบาล	(3,555)	(3,634)	(4,326)	(5,546)	(6,065)	(6,640)	(6,883)	(7,047)	27.0%	2.4%	(13,930)	(9,873)	41.1%
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	(1,257)	(1,307)	(866)	(1,678)	(1,810)	(1,260)	(1,454)	(1,356)	-19.2%	-6.7%	(2,811)	(2,545)	10.4%
ค่าเสื่อมราคา	(533)	(547)	(540)	(714)	(728)	(726)	(713)	(725)	1.6%	1.7%	(1,438)	(1,254)	14.7%
กำไรจากการดำเนินงาน	(4,811)	(4,941)	(5,193)	(7,225)	(7,875)	(7,900)	(8,338)	(8,403)	16.3%	0.8%	(16,741)	(12,418)	34.8%
กำไรสุทธิ	733	492	836	1,386	1,273	891	3,227	1,293	-6.7%	-59.9%	4,520	2,222	103.5%
กำไรปกติ (Norm profit)	733	492	836	907	1,273	891	1,432	1,293	42.6%	-9.7%	2,725	1,743	56.4%
Gross margin	43.5%	39.3%	34.7%	38.3%	39.9%	30.3%	35.5%	32.2%			33.9%	36.7%	-2.9%
Net margin	11.6%	8.2%	12.6%	15.4%	12.62%	9.35%	13.42%	12.45%			21.5%	14.2%	7.2%
SG&A/sales	-20.0%	-21.8%	-13.1%	-18.7%	-17.95%	-13.22%	-13.64%	-13.05%			-13.3%	-16.3%	-3.0%

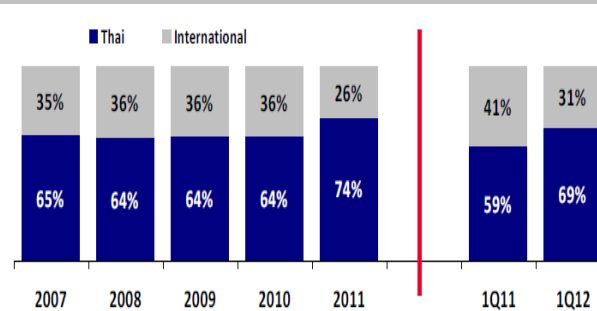
ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

## สัดส่วนรายได้จำแนกตามประเภทผู้ป่วย



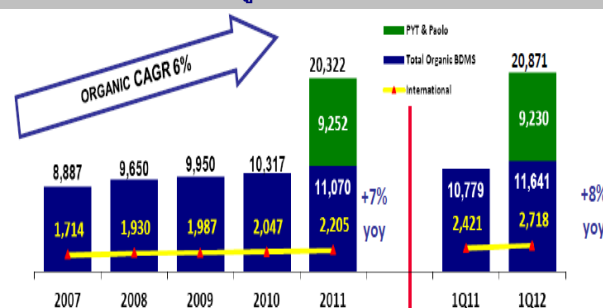
ที่มา : บริษัท

## สัดส่วนรายได้จำแนกตามสัญชาติของผู้ป่วย



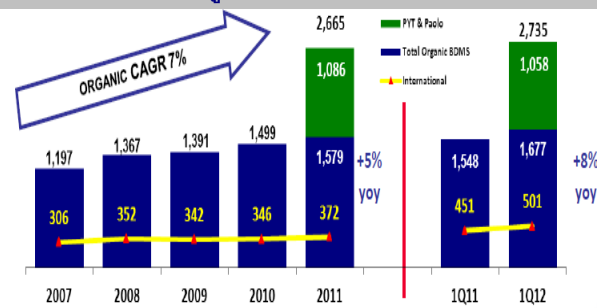
ที่มา : บริษัท

## จำนวนผู้ป่วยนอกเฉลี่ยต่อวัน



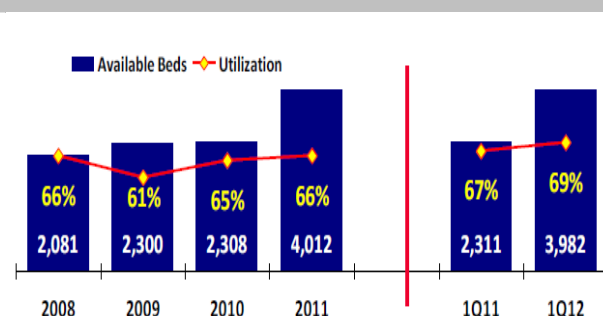
ที่มา : บริษัท

## จำนวนเตียงผู้ป่วยในและอัตราการครองเตียง



ที่มา : บริษัท

## Utilization Rate of Available beds



ที่มา : บริษัท

## กราฟราคาทางเทคนิค



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

## ประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 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	7,417	8,378
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>9,851</b>	<b>11,549</b>	<b>14,132</b>	<b>15,273</b>	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	2,150	2,707	3,273	3,413
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)	(494)	(1,385)
ส่วนแบ่งผลกำไรจากเงินลงทุน	300	382	834	732	<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>4,449</b>	<b>6,195</b>	<b>10,196</b>	<b>10,406</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	(1,588)	(246)
F/X,Extra Item	-	479	-	-	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(1,154)	(3,677)	(4,500)	(2,000)
กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี	3,744	6,853	8,344	9,214	อื่นๆ	(106)	(193)	105	(54)
ดอกเบี้ยจ่าย	(584)	(770)	(927)	(836)	<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>(2,462)</b>	<b>(3,775)</b>	<b>(5,982)</b>	<b>(2,299)</b>
ภาษีเงินได้	(779)	(1,456)	(1,514)	(1,676)	<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน</b>				
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(85)	(241)	(302)	(335)	เพิ่ม/ลด เงินกู้	(498)	145	(114)	(3,000)
กำไรสุทธิ	2,295	4,386	5,602	6,367	เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	10	-	-
<b>กำไรจากการดำเนินงานปกติ</b>	<b>2,295</b>	<b>3,907</b>	<b>5,602</b>	<b>6,367</b>	อื่นๆ	(31)	-	-	-
<b>EPS</b>	<b>1.49</b>	<b>2.84</b>	<b>3.63</b>	<b>5.24</b>	ลด จ่ายปันผล	(850)	(1,056)	(1,545)	(2,297)
ยอดขาย (YoY%)	9%	50%	19%	7%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(1,379)	(902)	(1,660)	(5,297)
กำไรขั้นต้น (YoY%)	8%	17%	22%	8%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	608	1,518	2,554	2,810
กำไรจากการดำเนินงาน (YoY%)	21%	49%	37%	16%	<b>กระแสเงินสดสุทธิ</b>	<b>2,494</b>	<b>4,007</b>	<b>6,430</b>	<b>9,190</b>
กำไรสุทธิ (YoY%)	33%	91%	28%	14%					
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
ยอดขาย	10,087	9,530	10,666	10,393	เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	2,489	3,876	6,380	9,190
ต้นทุนขาย	(6,065)	(6,640)	(6,883)	(7,047)	ลูกหนี้การค้า	1,893	3,377	3,350	3,601
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>4,022</b>	<b>2,890</b>	<b>3,783</b>	<b>3,347</b>	สินค้าคงเหลือ	398	1,038	503	540
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(2,538)	(1,986)	(2,167)	(2,081)	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	250	122	409	421
กำไรจากการดำเนินงาน	1,485	904	1,615	1,265	เงินฝากธนาคารที่มีภาระค่าประกัน	62	25	16	16
รายได้ค่าเช่าพื้นที่	245	291	311	299	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์	18,858	29,430	30,657	29,244
รายได้(ค่าใช้จ่าย)อื่น	302	291	198	345	<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>32,197</b>	<b>58,792</b>	<b>63,736</b>	<b>65,771</b>
F/X,Extra Item	-	0	1,795	-	เจ้าหนี้การค้า	1,314	3,391	2,408	2,588
กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี	2,031	1,486	3,919	1,909	ส่วนของหนี้สินที่ครบกำหนดชำระภายใน 1 ปี	3,433	813	2,999	4,037
ดอกเบี้ยจ่าย	(192)	(203)	(193)	(212)	เงินกู้ยืมระยะยาว	7,358	15,412	13,193	9,155
ภาษีเงินได้	(488)	(329)	(423)	(331)	หนี้สินรวม	15,914	25,375	26,011	23,641
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(78)	(63)	(76)	(72)	ทุนเรียกชำระแล้ว	1,246	1,545	1,545	1,545
กำไรสุทธิ	1,273	889	3,227	1,293	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	6,989	20,022	20,022	20,022
ยอดขาย (YoY%)	12%	-6%	12%	-3%	กำไรสะสม	5,293	9,159	15,010	19,081
กำไรขั้นต้น (YoY%)	17%	-28%	31%	-12%	<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>16,283</b>	<b>33,417</b>	<b>39,514</b>	<b>43,920</b>
กำไรจากการดำเนินงาน (YoY%)	42%	-39%	79%	-22%	<b>รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>32,197</b>	<b>58,792</b>	<b>65,525</b>	<b>67,560</b>
กำไรสุทธิ (YoY%)	-8%	-30%	263%	-60%	<b>สมมติฐานในการทำประมาณการ</b>				
อัตราส่วนทางการเงิน					สิ้นสุด 31 ธ.ค.				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.82	1.17	1.08	1.20	จำนวนผู้ขาย				
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า(เท่า)	12	10	13	13	-ผู้ขายไทย	3.44	7.45	7.70	7.93
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	10	7	12	11	-ผู้ขายต่างชาติ	0.87	0.94	0.99	1.01
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น(เท่า)	0.98	0.76	0.66	0.54	จำนวนผู้ขาย				
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	7.3%	9.6%	9.1%	9.8%	-ผู้ขายนอก	3.77	7.42	7.68	7.91
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	14.8%	17.6%	15.4%	15.3%	-ผู้ขายใน	0.55	0.97	1.00	1.03

ที่มา : งบการเงิน ฝ่ายวิจัย ASP