

# Bangkok Chain Hospital

(BCH.BK/BCH TB)\*

## Outperform • Maintained

Price as of 1 Jun 2017	12.50
12M target price (Bt/shr)	16.50
Unchanged / Revised up (down) (%)	Unchanged
Upside/downside (%)	32.0

### Key messages

เมื่อวานนี้เราได้เข้าร่วมประชุมนักวิเคราะห์หลังประกาศงบ 1Q60 ของ BCH แม้ว่าผลประกอบการ 1Q60 จะต่ำกว่าคาดเล็กน้อย แต่ก็มีแนวโน้มจะพลิกเป็นบวกได้ทั้ง YoY และ QoQ โดยจำนวนผู้ป่วยรวมเพิ่มขึ้นในเดือนเมษายน และมีแนวโน้มดีขึ้นต่อเนื่องจากการที่ฤดูฝนปีนี้มีมาเร็วในเดือนพฤษภาคมและมีฤดูหนาว ดังนั้น เราจึงเชื่อว่า ผลการดำเนินงานของบริษัทใน 1Q60 น่าจะเป็นจุดต่ำสุดของปีนี้แล้ว และคาดว่าผลประกอบการของ BCH จะเพิ่มขึ้นในช่วงที่เหลือของปีนี้ โดยน่าจะถึงจุดสูงสุดใน 3Q เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2560-2561 เอาไว้เท่าเดิม ซึ่งสะท้อนถึงแนวโน้มการเติบโตอย่างต่อเนื่องของ BCH ในอีกสองสามปีข้างหน้า ดังนั้น เราจึงยังคงแนะนำให้ซื้อ โดยให้ราคาเป้าหมายที่คำนวณโดยวิธี DCF ที่ 16.50 บาท

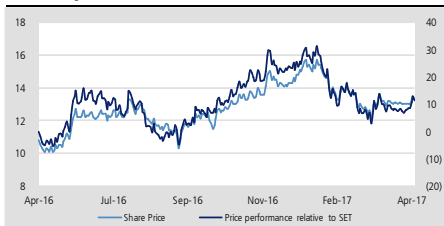
### Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$m)	31.2/914		
Outstanding shares (mn)	2,494		
Foreign ownership (mn)	355		
3M avg. daily trading (mn)	11		
52-week trading range (Bt)	10.1-15.7		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	(12.5)	4.7	29.1
Relative	(11.3)	0.4	17.3

### Quarterly EPS

Bt	Q1	Q2	Q3	Q4
2013	0.08	0.05	0.03	0.05
2014	0.06	0.04	0.05	0.06
2015	0.04	0.04	0.06	0.08
2016	0.06	0.06	0.10	0.08
2017	0.07			

### Share price chart



Source: SET

Parin Kitchatornpitak  
66.2658.8888 Ext. 8858  
parink@kgi.co.th

## คาดว่ากำไรจะแข็งแกร่งขึ้น

### Event

เมื่อวานนี้เราได้เข้าร่วมประชุมนักวิเคราะห์หลังประกาศงบ 1Q60 ของ BCH

### Impact

#### ผลประกอบการ 1Q60: เป็นไตรมาสที่แย่ที่สุดในปีนี้

กำไรสุทธิของ BCH ใน 1Q60 อยู่ที่ 165 ล้านบาท (+5.8% YoY, -16.7% QoQ) ต่ำกว่าที่เราคาดไว้เล็กน้อย โดยรายได้ใน 1Q60 เพิ่มขึ้นในอัตราที่ชะลอลงที่ 5.5% YoY เนื่องจากผู้ป่วยโรคไข้เลือดออกและไข้หวัดใหญ่ลดลง ซึ่งทำให้จำนวนผู้ป่วยที่ชำระด้วยเงินสดลดลง แต่ก็เป็นไปในทิศทางเดียวกับโรงพยาบาลส่วนใหญ่ในอุตสาหกรรม นอกจากนี้ ผู้บริหารเปิดเผยว่า ผลการดำเนินงานของ BCH มีแนวโน้มจะพลิกเป็นบวกได้ทั้ง YoY และ QoQ โดยจำนวนผู้ป่วยรวมเพิ่มขึ้นในเดือนเมษายน และก็มีแนวโน้มดีขึ้นต่อเนื่องจากการที่ฤดูฝนปีนี้มีมาเร็วในเดือนพฤษภาคมและมีฤดูหนาว ดังนั้น เราจึงคิดว่าผลการดำเนินงานของบริษัทใน 1Q60 น่าจะเป็นจุดต่ำสุดของปีนี้แล้ว และคาดว่าผลประกอบการของ BCH จะเพิ่มขึ้นในช่วงที่เหลือของปีนี้โดยน่าจะถึงจุดสูงสุดใน 3Q

#### ผู้ป่วยประกันสังคม และ WMC จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ขับเคลื่อนการเติบโตของกำไร

เรามองว่าธุรกิจของบริษัทยังคงมีแนวโน้มแข็งแกร่ง โดยกำไรจะถูกขับเคลื่อนโดย i) การฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องของ WMC ii) รายได้จากผู้ป่วยประกันสังคมที่เพิ่มขึ้นจากโควตาที่เพิ่มขึ้น และแพคเกจตรวจสุขภาพ ซึ่งได้รับการสนับสนุนจากสำนักงานประกันสังคม และ iii) การที่สามารถคุม SG&A ได้ดี เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ WMC จะดีขึ้น YoY โดย EBITDA น่าจะเป็นบวก และมีผลกำไรสุทธิในปี 2560 ทั้งนี้ เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ WMC จะดีขึ้นต่อเนื่อง YoY หลังจากที่ผลขาดทุนในระดับ EBITDA ลดลงเหลือแค่ 34.5 ล้านบาท และผลขาดทุนสุทธิอยู่ที่ 150 ล้านบาทในปี 2559 สำหรับผู้ป่วยประกันสังคม BCH จะได้รับรายได้เพิ่มจากบริการตรวจสุขภาพ เนื่องจากเป็นโรงพยาบาลที่มีฐานผู้ป่วยประกันสังคมจำนวนมาก อีกทั้ง BCH ได้โควตาจำนวนผู้ประกันตนเพิ่มขึ้นอีก 14% YoY เป็น 1.16 ล้านคน (จากปีที่แล้วที่ 1.02 ล้านคน) โดยรวมแล้ว ทั้งรายได้และอัตรากำไรน่าจะดีขึ้นในสองสามไตรมาสถัดไป

#### คงประมาณการกำไรเอาไว้เท่าเดิม

เรายังคงมีมุมมองที่เป็นบวกต่อการที่ BCH สามารถครอบคลุมผู้ป่วยกลุ่มต่างๆ ได้อย่างหลากหลาย ได้แก่: i) กลุ่มต่างชาติที่ระดับ high-end ii) ผู้ป่วยระดับกลางก่อนไปทางบน iii) ผู้ป่วยระดับปานกลาง และผู้ป่วยประกันสังคม และ iv) ผู้ป่วยระดับกลางก่อนมาทางล่าง และผู้ป่วยประกันสังคม เราคิดว่าการที่ BCH สามารถรองรับกลุ่มผู้ป่วยที่หลากหลายจะช่วยกระจายฐานรายได้ และลดความเสี่ยงจากการที่ผู้ป่วยกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งชะลอตัวลง และช่วยให้รายได้ของทั้งเครือเพิ่มขึ้นในระยะยาว

### Valuation and action

เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2560-2561 เอาไว้ที่ 873 ล้านบาท (+15.9% YoY) และ 986 ล้านบาท (+12.9% YoY) ซึ่งสะท้อนถึงแนวโน้มการเติบโตอย่างต่อเนื่องของ BCH ในอีกสองสามปีข้างหน้า ดังนั้น เราจึงยังคงแนะนำให้ซื้อ โดยให้ราคาเป้าหมายที่คำนวณโดยวิธี DCF ที่ 16.50 บาท

### Risks

ความเสี่ยงหลักจะมาจากปัญหาเสถียรภาพทางการเมืองรอบใหม่ของไทย และการก่อการร้ายครั้งใหญ่

### Key financials and valuations

	Dec-14A	Dec-15A	Dec-16A	Dec-17F	Dec-18F
Revenue (Bt mn)	5,301	5,766	6,511	7,039	7,532
Gross profit (Bt mn)	1,631	1,777	2,039	2,393	2,636
EBIT (Bt mn)	990	1,010	1,303	1,549	1,732
Net profit (Bt mn)	522	527	753	873	986
EPS (Bt)	0.21	0.21	0.30	0.35	0.40
DPS (Bt)	0.16	0.12	0.17	0.21	0.24
EPS growth (%)	(10.7)	1.0	42.8	15.9	12.9
P/E (x)	59.7	59.1	41.4	35.7	31.6
P/B (x)	6.7	6.3	6.1	5.4	4.9
EV/EBITDA (x)	24.4	23.7	19.3	16.5	14.8
Net Debt to Equity (%)	77.1	76.1	63.5	49.1	36.1
Dividend Yield (%)	1.3	1.0	1.4	1.7	1.9
Return on Avg. Equity (%)	11.2	10.7	14.7	15.2	15.3

Source: KGI Research

**Figure 1: 1Q17 earnings performance**

Bt mn	1Q17	1Q16	YoY (%)	4Q16	QoQ (%)	Comment
Sale revenue	1,622	1,541	5.2	1,693	(4.2)	Slightly lower than expected sales in 1Q17
Operating cost	(1,154)	(1,062)	8.7	(1,166)	(1.0)	
Gross profit	468	480	(2.5)	527	(11.3)	
SG&A	(209)	(205)	1.8	(222)	(5.8)	
Pretax profit	285	295	(3.4)	333	(14.3)	
Net profit	165	156	5.8	198	(16.7)	Below our estimate by 11%
EPS (Bt)	0.07	0.06	5.8	0.08	(16.7)	
Percent	1Q17	1Q16	YoY (ppts)	4Q16	QoQ (ppts)	
Gross margin	28.8	31.1	(2.3)	31.1	(2.3)	Weaker-than-expected gross margin
SG&A/Sales	12.9	13.3	(0.4)	13.1	(0.2)	Within expectation
Net profit margin	10.2	10.1	0.1	11.7	(1.5)	

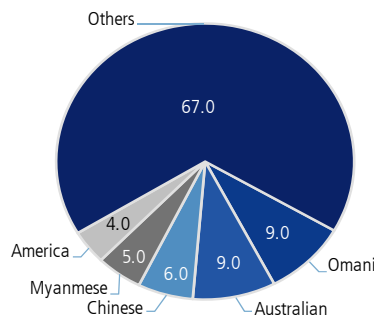
Source: Company data; KGI Research

**WMC และผู้ป่วยประกันสังคมเป็นสองกลุ่มที่สร้างการเติบโตใน 1Q60**

เมื่อแยกรายได้ใน 1Q60 ตามแบรนด์ เราพบว่ารายได้หลักมาจากโรงพยาบาลเกษมราษฎร์ (82.3% ของรายได้รวมที่ 1.62 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 3.9% YoY) รองลงมาคือ การุณเวช (11.0% ของรายได้รวมและเพิ่มขึ้น 10.1% YoY) และ WMC (5.7% ของรายได้รวมและเพิ่มขึ้น 12.8% YoY) นอกจากนี้ เมื่อแบ่งรายได้ตามประเภทผู้ป่วยพบว่าเป็น i) ผู้ป่วยนอก (36.2%) ii) ผู้ป่วยประกันสังคม (37.5%) iii) ผู้ป่วยใน (25.2%) และ iv) ผู้ป่วยประกันสุขภาพทั่วหน้า (1.1%) โดยการเติบโตของจำนวนผู้ป่วยนำโดยกลุ่มผู้ป่วยประกันสังคมที่เพิ่มขึ้นถึง 15.8% YoY

**Figure 2: Top revenue contributors by non-Thai nationalities in 1Q16**

Percent



Source: Company data; KGI Research

สำหรับในปี 2560 บริษัทมีโครงการปรับปรุงโรงพยาบาลสี่โครงการ ได้แก่: i) โรงพยาบาลเกษมราษฎร์รัตนวิเศษ (กำหนดเสร็จภายในเดือนมิถุนายน 2560) ii) โรงพยาบาลเกษมราษฎร์ ฉะเชิงเทรา (กำหนดเสร็จภายในเดือนมิถุนายน 2560) iii) โรงพยาบาลเกษมราษฎร์ แม่สาย (กำหนดเสร็จภายในเดือนกรกฎาคม 2560) และ iv) โรงพยาบาลเกษมราษฎร์ศรีบูรินทร์ (กำหนดเสร็จภายในเดือนกันยายน 2560) ซึ่งจะช่วยให้จำนวนผู้ป่วยที่มาใช้บริการเพิ่มขึ้น และหนุนให้ margin ของ BCH เพิ่มขึ้นตั้งแต่ 2H60 เป็นต้นไป

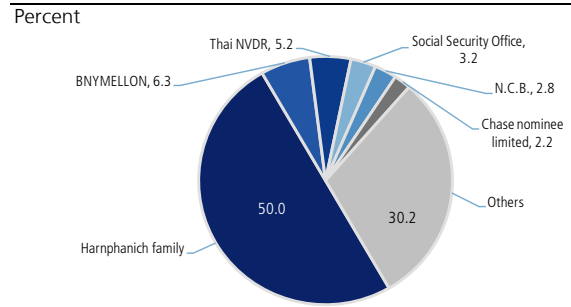
นอกจากการที่สำนักงานประกันสังคมจะเปิดโอกาสให้สมาชิกประกันสังคมสามารถเข้ารับการรักษาสุขภาพได้ฟรีแล้ว เรายังคาดว่า BCH ยังมีปัจจัยกระตุ้นอื่นอีก ได้แก่ i) การที่อาจจะมีการปรับเพิ่มค่าบริการโครงการประกันสังคมซึ่งจะทำให้ฐานรายได้ประกันสังคมเพิ่มขึ้น 5% และ ii) การปรับขึ้นค่ารักษาพยาบาลของผู้ป่วยที่ชำระด้วยเงินสดในช่วง 2H60 ซึ่ง BCH มีการปรับอัตราค่ารักษาพยาบาลเพิ่มขึ้นเป็นปกติทุกปี

**Figure 3: Company profile**

Bangkok Chain Hospital (BCH) was established in 1993 with initial capital of Bt150mn. In 2013, the company expanded with three additional hospitals including i) World Medical Center Hospital (WMC) on Chaengwattana Road, which focuses on the high-end market from both local and international patients with international standards and modern medical equipment, and ii) acquisition of two Navanakorn Hospitals in Pathumthani and Ayudhaya. Currently, the company operates 11 hospitals and two poly clinics within the network with 2,328 registered beds. The company serves all types of customers both in Bangkok and upcountry.

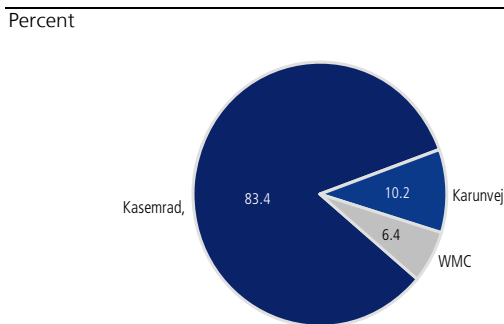
Source: KGI Research

**Figure 4: Shareholding structure**



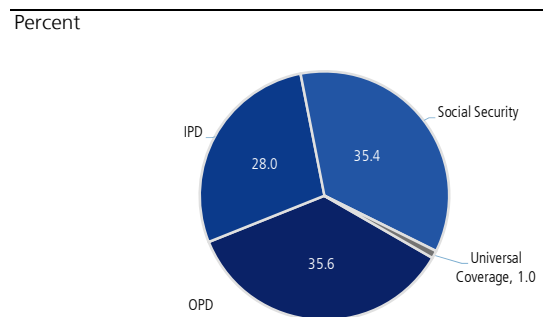
Source: Company data, KGI Research

**Figure 5: Revenue contribution by brand in 2016**



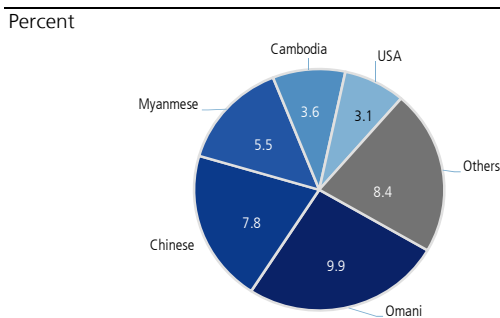
Source: Company data, KGI Research

**Figure 6: Revenue contribution by patient type in 2016**



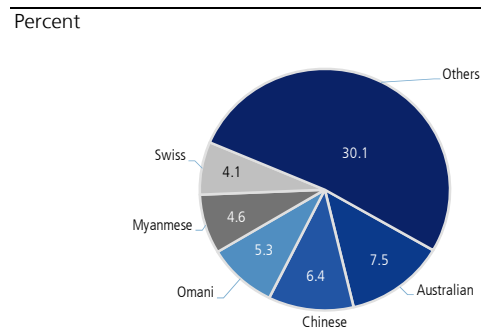
Source: Company data, KGI Research

**Figure 7: WMC's non-Thai patient revenue in 2015**



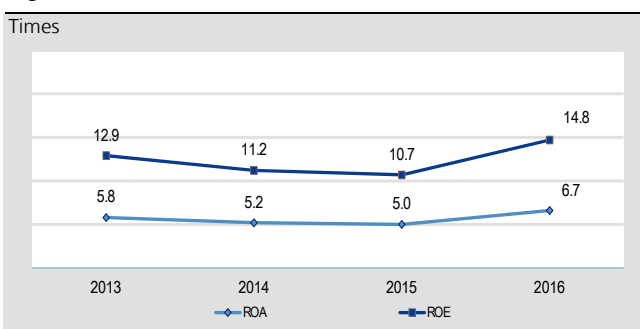
Source: Company data, KGI Research

**Figure 8: WMC's non-Thai patient revenue in 2016**



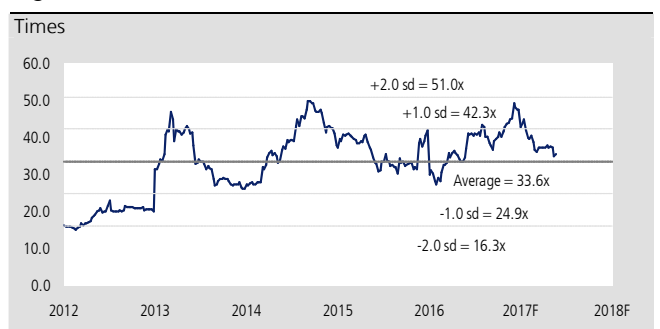
Source: Company data, KGI Research

**Figure 9: ROA & ROE**



Source: Company data, KGI Research

**Figure 10: PE band**



Source: Aspens, KGI Research

**Quarterly Income Statement**

	Mar-13A	Jun-13A	Sep-13A	Dec-13A	Mar-14A	Jun-14A	Sep-14A	Dec-14A	Mar-15A	Jun-15A	Sep-15A	Dec-15A	Mar-16A	Jun-16A	Sep-16A	Dec-16A	Mar-17A
<b>Income Statement (Bt mn)</b>																	
<b>Revenue</b>	1,116	1,117	1,271	1,198	1,303	1,267	1,379	1,351	1,330	1,354	1,476	1,606	1,541	1,531	1,747	1,693	1,622
Cost of Goods Sold	(743)	(790)	(844)	(815)	(896)	(894)	(945)	(935)	(940)	(984)	(1,012)	(1,053)	(1,062)	(1,082)	(1,163)	(1,166)	(1,154)
<b>Gross Profit</b>	373	326	428	383	408	374	434	416	390	370	465	553	480	449	583	527	468
<b>Operating Expenses</b>	(134)	(154)	(155)	(157)	(170)	(172)	(204)	(175)	(207)	(179)	(212)	(257)	(205)	(189)	(219)	(222)	(209)
Other incomes	32	23	19	21	23	15	21	21	19	19	24	26	20	29	23	27	26
<b>Operating Profit</b>	271	196	292	247	261	216	251	262	202	210	277	322	295	289	387	333	285
<b>Non-Operating Income</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Interest Income	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Non-op Income	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Non-Operating Expenses</b>	(6)	(27)	(32)	(41)	(39)	(39)	(41)	(41)	(39)	(41)	(42)	(41)	(46)	(48)	(28)	(39)	(39)
Interest Expense	(6)	(27)	(32)	(41)	(39)	(39)	(41)	(41)	(39)	(41)	(42)	(41)	(46)	(48)	(28)	(39)	(39)
Other Non-op Expenses	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Investment Income/(Loss)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Pre-tax Profit</b>	265	169	259	206	222	177	211	221	163	168	235	281	249	241	358	293	246
Current taxation	(53)	(32)	(54)	(39)	(46)	(33)	(43)	(38)	(38)	(34)	(50)	(52)	(50)	(44)	(65)	(49)	(40)
Minorities	(34)	(31)	(38)	(34)	(37)	(33)	(40)	(39)	(30)	(36)	(41)	(38)	(43)	(41)	(50)	(45)	(41)
Extraordinary items	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	-	(0)	-
<b>Net Profit</b>	178	106	167	133	139	110	128	144	95	98	144	191	156	156	243	198	165
EPS (Bt)	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>Margins (%)</b>																	
Gross profit margin	33.4	29.2	33.6	32.0	31.3	29.5	31.5	30.8	29.3	27.3	31.5	34.4	31.1	29.3	33.4	31.1	28.8
Operating margin	24.3	17.5	22.9	20.6	20.0	17.1	18.2	19.4	15.2	15.5	18.7	20.1	19.1	18.9	22.1	19.6	17.6
Net profit margin	15.9	9.5	13.2	11.1	10.7	8.7	9.3	10.7	7.1	7.3	9.7	11.9	10.1	10.2	13.9	11.7	10.2
<b>Growth (%)</b>																	
Revenue growth	4.5	3.3	11.3	1.9	16.8	13.5	8.5	12.8	2.0	6.8	7.0	18.9	15.9	13.0	18.3	5.4	5.2
Operating growth	(17.7)	(39.5)	(18.5)	(27.7)	(3.6)	10.5	(13.9)	6.1	(22.7)	(3.2)	10.2	23.1	46.1	38.1	39.7	3.2	(3.4)
Net profit growth	(20.3)	(51.4)	(29.7)	(41.8)	(21.7)	3.8	(23.4)	8.3	(31.9)	(11.0)	12.0	32.3	64.3	59.2	69.3	3.8	5.8

Source: KGI Research

**Balance Sheet**

As of 31 Dec (Bt mn)	2014	2015	2016	2017F	2018F
<b>Total Assets</b>	<b>9,992</b>	<b>10,598</b>	<b>11,459</b>	<b>12,387</b>	<b>13,412</b>
<b>Current Assets</b>	1,933	2,137	2,847	3,595	4,430
Cash & ST Investments	466	675	1,361	2,005	2,739
Inventories	178	189	229	238	251
Accounts Receivable	1,133	1,125	1,105	1,195	1,279
Others	156	148	152	156	161
<b>Non-current Assets</b>	8,058	8,461	8,611	8,792	8,982
LT Investments	763	741	741	741	741
Net fixed Assets	6,971	7,309	7,477	7,653	7,838
Others	325	411	394	399	404
<b>Total Liabilities</b>	<b>5,325</b>	<b>5,676</b>	<b>6,322</b>	<b>6,634</b>	<b>6,984</b>
<b>Current Liabilities</b>	1,803	3,042	3,529	3,777	4,059
Accounts Payable	468	450	732	761	802
ST Borrowings	788	2,028	2,176	2,334	2,507
Others	546	564	620	682	750
<b>Long-term Liabilities</b>	3,522	2,634	2,793	2,856	2,925
Long-term Debts	3,418	2,526	2,579	2,634	2,691
Others	103	108	214	222	234
<b>Shareholders' Equity</b>	<b>4,667</b>	<b>4,922</b>	<b>5,137</b>	<b>5,753</b>	<b>6,428</b>
Common Stock	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494
Capital Surplus	645	645	645	645	645
Retained Earnings	758	985	1,599	2,021	2,483
Others	771	798	399	594	807

Source: KGI Research

**Key Ratios**

Year to 31 Dec (Bt mn)	2014	2015	2016	2017F	2018F
<b>Growth (% YoY)</b>					
Sales	12.8	8.8	12.9	8.1	7.0
OP	(1.5)	2.0	29.0	18.8	11.9
EBITDA	5.4	3.4	21.5	15.1	10.2
NP	(10.7)	1.0	42.8	15.9	12.9
EPS	(10.7)	1.0	42.8	15.9	12.9
<b>Profitability (%)</b>					
Gross Margin	30.8	30.8	31.3	34.0	35.0
Operating Margin	18.7	17.5	20.0	22.0	23.0
EBITDA Margin	26.8	25.5	27.4	29.2	30.1
Net Profit Margin	9.8	9.1	11.6	12.4	13.1
ROAA	5.2	5.0	6.6	7.0	7.4
ROAE	11.2	10.7	14.7	15.2	15.3
<b>Stability</b>					
Gross Debt/Equity (%)	90.1	92.5	92.6	86.4	80.9
Net Debt/Equity (%)	77.1	76.1	63.5	49.1	36.1
Interest Coverage (x)	9.5	6.2	6.2	8.0	9.3
Interest & ST Debt Coverage (x)	1.0	0.5	0.6	0.6	0.6
Cash Flow Interest Coverage (x)	5.1	8.2	9.0	9.6	10.3
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	0.9	0.6	0.6	0.6	0.7
Current Ratio (x)	1.1	0.7	0.8	1.0	1.1
Quick Ratio (x)	1.0	0.6	0.7	0.9	1.0
Net Debt (Bt mn)	3,844	3,987	3,609	3,186	2,693
<b>Per Share Data (Bt)</b>					
EPS	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
CFPS	0.2	0.3	0.5	0.8	1.1
BVPS	1.9	2.0	2.1	2.3	2.6
SPS	2.1	2.3	2.6	2.8	3.0
EBITDA/Share	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
DPS	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
<b>Activity</b>					
Asset Turnover (x)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
Days Receivables	78.0	71.2	62.0	62.0	62.0
Days Inventory	12.2	12.0	12.9	12.4	12.2
Days Payable	46.6	41.2	59.8	59.8	59.8
Cash Cycle	43.7	41.9	15.0	14.5	14.4

Source: KGI Research

**Profit & Loss**

Year to 31 Dec (Bt mn)	2014	2015	2016	2017F	2018F
<b>Sales</b>	<b>5,301</b>	<b>5,766</b>	<b>6,511</b>	<b>7,039</b>	<b>7,532</b>
Cost of Goods Sold	(3,670)	(3,989)	(4,472)	(4,646)	(4,896)
<b>Gross Profit</b>	<b>1,631</b>	<b>1,777</b>	<b>2,039</b>	<b>2,393</b>	<b>2,636</b>
Operating Expenses	(640)	(767)	(736)	(845)	(904)
<b>Operating Profit</b>	<b>990</b>	<b>1,010</b>	<b>1,303</b>	<b>1,549</b>	<b>1,732</b>
Net Interest	(160)	(163)	(162)	(167)	(172)
Interest Income	0	0	0	0	0
Interest Expense	(160)	(163)	(162)	(167)	(172)
Net Investment Income/(Loss)	0	0	0	0	0
Net other Non-op. Income/(Loss)	80	88	100	141	151
Net Extraordinaries	(149)	(145)	(180)	(232)	(262)
Pretax Income	830	847	1,141	1,382	1,560
Income Taxes	(159)	(174)	(208)	(276)	(312)
<b>Net Profit</b>	<b>522</b>	<b>527</b>	<b>753</b>	<b>873</b>	<b>986</b>
EBITDA	1,423	1,471	1,787	2,057	2,266
<b>EPS (Bt)</b>	<b>0.21</b>	<b>0.21</b>	<b>0.30</b>	<b>0.35</b>	<b>0.40</b>

Source: KGI Research

**Cash Flow**

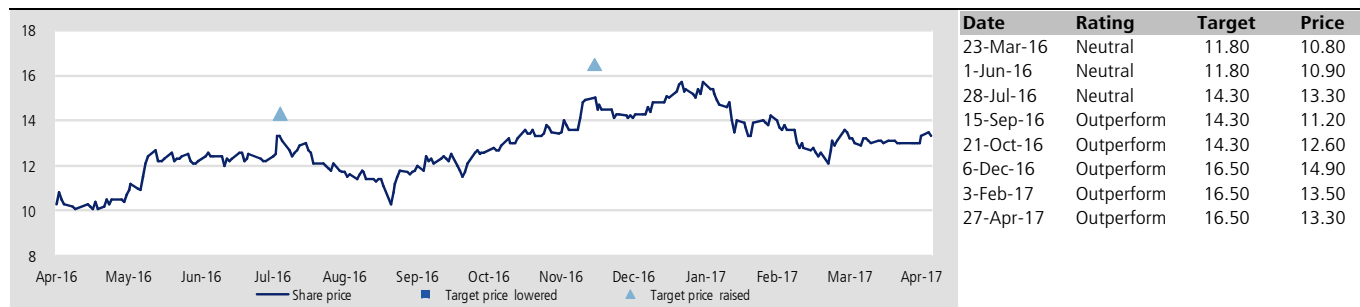
Year to 31 Dec (Bt mn)	2014	2015	2016	2017F	2018F
<b>Operating Cash Flow</b>	823	1,347	1,463	1,598	1,768
Net Profit	671	673	753	873	986
Depreciation & Amortization	433	461	484	508	533
Change in Working Capital	(255)	5	8	(13)	8
Others	(25)	208	218	229	241
<b>Investment Cash Flow</b>	(695)	(504)	(499)	(538)	(549)
Net CAPEX	(684)	(561)	(577)	(595)	(613)
Change in LT Investment	(3)	(3)	0	0	0
Change in Other Assets	(8)	59	78	57	63
<b>Free Cash Flow</b>	128	842	964	1,060	1,219
<b>Financing Cash Flow</b>	(647)	(257)	(278)	(415)	(485)
Change in Share Capital	0	0	0	0	0
Net Change in Debt	47	717	38	37	39
Change in Other LT Liab.	(694)	(974)	(316)	(452)	(524)
<b>Net Cash Flow</b>	(519)	585	685	644	734

Source: KGI Research

**Rates of Return on Invested Capital**

Year	1- $\frac{\text{COGS}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Depreciation}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Operating Exp.}}{\text{Revenue}}$	= <b>Operating Margin</b>		
2014	69.2%	8.2%	13.6%	9.0%		
2015	69.2%	8.0%	14.8%	8.0%		
2016	68.7%	7.4%	12.8%	11.1%		
2017F	66.0%	7.2%	14.0%	12.8%		
2018F	65.0%	7.1%	14.0%	13.9%		
Year	1/ $\frac{\text{Working Capital}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Net PPE}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Other Assets}}{\text{Revenue}}$	= <b>Capital Turnover</b>		
2014	0.25	1.30	1.88	0.29		
2015	0.27	1.25	1.84	0.30		
2016	0.30	1.13	1.76	0.31		
2017F	0.38	1.06	1.76	0.31		
2018F	0.46	1.01	1.78	0.31		
Year	<b>Operating Margin</b>	x	<b>Capital Turnover</b>	x	<b>Cash Tax Rate</b>	= <b>After-tax Return on Inv. Capital</b>
2014	9.0%		0.3		80.8%	2.1%
2015	8.0%		0.3		79.4%	1.9%
2016	11.1%		0.3		81.7%	2.8%
2017F	12.8%		0.3		80.0%	3.2%
2018F	13.9%		0.3		80.0%	3.4%

Source: KGI Research

**Bangkok Chain Hospital – Recommendation & target price history**


Source: KGI Research

**KGI Locations**

<b>China</b>	Shanghai	Room 1907-1909 , Tower A, No. 100 Zunyi Road, Shanghai, PRC 200051
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
<b>Taiwan</b>	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
<b>Hong Kong</b>		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
<b>Thailand</b>	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014

**KGI's Ratings**

Rating	Definition
Outperform (OP)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Neutral (N)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).1.3
Under perform (U)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI Securities.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances.  <i>Excess return = 12M target price/current price-</i>
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

**Disclaimer**

KGI Securities (Thailand) Plc. ( "The Company" ) disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.

## รายงานผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (CG Report)



### บริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ "ดีเลิศ ( Excellent )"

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
AOT	บริษัท ท่าอากาศยานไทย	GPSC	บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด	PTTGC	บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล
BCP	บริษัท บางจากปิโตรเลียม	HMPRO	บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์	QH	บริษัท ควอลิตี้เฮาส์
BIGC	บริษัท บีซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์	IRPC	บริษัท ไออาร์พีซี	RATCH	บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง
BTS	บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์	KBANK	ธนาคารกรุงไทย	SCB	ธนาคารไทยพาณิชย์
CK	บริษัท ข.การช่าง	KCE	บริษัท เคซีอี ซีเล็คโทรนิคส์	SCC	บริษัท สุนิเมนดีไทย จำกัด
CPF	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร	KKP	ธนาคารกสิกรไทย	SPALI	บริษัท สุภาลัย
CPN	บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา	KTB	ธนาคารกรุงไทย	STEC	บริษัท ซี.ไอ.ไทย เอ็นจิเนียริ่งแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด
DELTA	บริษัท เดลต้า อีเล็คโทรนิคส์ (ประเทศไทย)	KTC	บริษัท บัตรกรุงไทย	SVI	บริษัท เอสวีไอ
DRT	บริษัท กระเบื้องหลังคาตราเพชร	LPN	บริษัท แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์	TCAP	บริษัท ทูนอนชชาติ
DTAC	บริษัท โทรทัศน์ แคสเส็ต คอมมูนิเคชั่น	MINT	บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล	TISCO	บริษัท ทีเอสไอไฟแนนเชียลกรุ๊ป
EGCO	บริษัท ผลิตไฟฟ้า	PTT	บริษัท ปตท.	TMB	ธนาคารทหารไทย
GFPT	บริษัท จีเอฟพีที	PTTEP	บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม	TOP	บริษัท ไทยออยล์



### บริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ "ดีมาก ( Very Good )"

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
AAV	บริษัท เอเชีย เออีเอ็น	CKP	บริษัท ซีเค พาวเวอร์ จำกัด	PYLON	บริษัท ไพลอน
ADVANC	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส	DCC	บริษัท ไดนาสตีเซรามิก	ROBINS	บริษัท ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน
ANAN	บริษัท อนันดา ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด	ERW	บริษัท ดี เยาวรัตน์ กรุ๊ป	SEAFCO	บริษัท ซีพีเอฟ
AP	บริษัท เอเชียทรีฟรอยด์ ดีเวลลอปเม้นท์	GLOBAL	บริษัท สยามโกลบอลเฮาส์	SPRC	บริษัท สดาร์ ปิโตรเลียม รีไฟน์นิ่ง
BANPU	บริษัท บานปู	GLOW	บริษัท โกลว์ พลังงาน	TASCO	บริษัท ทีพีไอเอสฟิลท์
BBL	ธนาคารกรุงเทพ	GUNKUL	บริษัท กันกุลเอ็นจิเนียริ่ง	TMT	บริษัท ต้าเหล็กไทย
BDMS	บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด	LH	บริษัท แลนด์เคเอ็นดีเฮาส์	TRUE	บริษัท TRUE คอร์ปอเรชั่น
BEM	บริษัท ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด	MALEE	บริษัท มาลีสามพราน	TVO	บริษัท น้ำมันพืชไทย
CENDEL	บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซ่า	MTLS	บริษัท เมืองไทย ลิสซิ่ง จำกัด		
CHG	บริษัท โรงพยาบาลจุฬารัตน์ จำกัด	PACE	บริษัท เพช ดีเวลลอปเม้นท์ คอร์ปอเรชั่น		



### บริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ "ดี ( Good )"

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
BA	บริษัท การบินกรุงเทพ จำกัด	MAKRO	บริษัท สยามแม็คโคร	SCN	บริษัท สแกน อินเตอร์ จำกัด
BH	บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์	MODERN	บริษัท โมเดิร์นฟาร์มกรุ๊ป	SIRI	บริษัท แอสสิริ
BJCHI	บริษัท บีจีซี เฮฟวี อินดัสทรี จำกัด	NOK	บริษัท สายการบินนกแอร์ จำกัด	TKN	บริษัท แก้วแกมม่อน ฟู้ดแอนด์มาร์เก็ตติ้ง จำกัด
CBG	บริษัท คาราบาวกรุ๊ป จำกัด	SAPPE	บริษัท เซ็ปเป้ จำกัด	TPCH	บริษัท ทีพีซี เพาเวอร์โฮลดิ้ง จำกัด
ILINK	บริษัท อินเทอร์เน็ตประเทศไทย จำกัด	SAWAD	บริษัท สวีสวีดี พาวเวอร์ 1979 จำกัด	TRT	บริษัท โทรไทย
LPH	บริษัท โรงพยาบาล ลาดพร้าว จำกัด	SCI	บริษัท เอสซีไอ ซีเล็คโทรนิค จำกัด		

### บริษัทที่ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
BCH	บริษัท บางกอก เซน ฮอสปิทัล จำกัด	BPP	บริษัท บ้านปู เพาเวอร์ จำกัด	FN	บริษัท เอฟเอ็น แฟคตอรี เซิร์ฟิส จำกัด
BCPG	บริษัท บีซีพีจี จำกัด	CPALL	บริษัท ซีพี ออลล์		

ที่มา: www.thai-iod.com

Disclaimer : การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เคจีไอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

## รายงานผลการประเมินโครงการประเมินการพัฒนการต่อต้านการทุจริต (Anti-corruption Progress Indicator)

### ระดับ 5: ขยายผลสู่ผู้ที่เกี่ยวข้อง (Extended)

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
ADVANC	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส	GLOBAL	บริษัท สยามโกลบอลเฮาส์	QH	บริษัท ควอลิตี้เฮาส์
ANAN	บริษัท อนันดา ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด	GPSC	บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด	RATCH	บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง
BBL	ธนาคารกรุงเทพ	HMPRO	บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์	ROBINS	บริษัท ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน
BCH	บริษัท บางกอก เซน ฮอสพิทอล จำกัด	IRPC	บริษัท ไออาร์พีซี	SCC	บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด
BDMS	บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด	KBANK	ธนาคารกรุงไทย	SIRI	บริษัท แสงสิริ
BIGC	บริษัท บีซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์	KCE	บริษัท เคซีอี ธิเลคโทรนิคส์	SPALI	บริษัท สุภาลัย
CK	บริษัท ช.การช่าง	KKP	ธนาคารเกียติพาณิชย์	STEC	บริษัท ซี.ไอ.ไทย เอ็นจิเนียริงแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด
DCC	บริษัท โดนาสดีเซลมิค	KTB	ธนาคารกรุงไทย	TCAP	บริษัท ทูนอนชาด
DELTA	บริษัท เดลต้า อีเลคโทรนิคส์ (ประเทศไทย)	LPH	บริษัท โรงพยาบาล ลาดพร้าว จำกัด	TISCO	บริษัท ทีเอสไอไฟแนนเชียลกรุ๊ป
DRT	บริษัท กระเบื้องเคลือบคตราเพชร	PACE	บริษัท เพช ดีเวลลอปเม้นท์ คอร์ปอเรชั่น	TMT	บริษัท ต้าเนติกไทย
EGCO	บริษัท ผลิตไฟฟ้า	PTT	บริษัท ปตท.	TOP	บริษัท โทปออยล์
GFPT	บริษัท จีเอฟพีที	PTTGC	บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล		

### ระดับ 4: ได้รับการรับรอง (Certified)

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
AAV	บริษัท เอเชีย เอวิชั่น	ERW	บริษัท ดี เอช อาร์ กรุ๊ป	SAPPE	บริษัท เซ็ปเป้ จำกัด
AP	บริษัท เอเชียบร็อทเพอร์ตี ดีเวลลอปเม้นท์	GLOW	บริษัท โกลว์ พลังงาน	SAWAD	บริษัท ศรีสวัสดิ์ พาวเวอร์ 1979 จำกัด
BA	บริษัท การบินกรุงเทพ จำกัด	GUNKUL	บริษัท กันกุลเอ็นจิเนียริง	SCB	ธนาคารไทยพาณิชย์
BANPU	บริษัท บ้านปู	ILINK	บริษัท อินเทอร์เน็ต คอมมูนิเคชั่น	SCN	บริษัท สแกน อินเตอร์ จำกัด
BCP	บริษัท บางจากปิโตรเลียม	KTC	บริษัท บัตรกรุงไทย	SEAFSCO	บริษัท ซีพีที
BH	บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์	LH	บริษัท แลนด์แอนด์เฮาส์	SVI	บริษัท เอสวีไอ
BJCHI	บริษัท บีเจซี เฮฟวี อินดัสทรี จำกัด	LPN	บริษัท แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์	TASCO	บริษัท ทีบีทีเอสพีที
CBG	บริษัท คาบวาทกรุ๊ป จำกัด	MAKRO	บริษัท สยามแม็คโคร	TKN	บริษัท ทีเอ็นเคเอ็นเอ พิวเออร์แอนด์มาร์เก็ตติ้ง จำกัด
CENDEL	บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซ่า	MALEE	บริษัท มาลีสามพวง	TMB	ธนาคารทหารไทย
CHG	บริษัท โรงพยาบาลจุฬารัตน์ จำกัด	MINT	บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล	TRT	บริษัท ทีวีไทย
CKP	บริษัท ซีเค พาวเวอร์ จำกัด	MODERN	บริษัท โมเดิร์นฟาร์มกรุ๊ป	TRUE	บริษัท TRUE คอร์ปอเรชั่น
CPF	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร	NOK	บริษัท สายการบินนกแอร์ จำกัด	TVO	บริษัท ทีวีเอ็มพีซีไทย
CPN	บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา	PTTEP	บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม		
DTAC	บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น	PYLON	บริษัท ไพลอน		

### ระดับ 3: มีมาตรการป้องกัน (Established)

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
BEM	บริษัท ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด	MTLS	บริษัท เมืองไทย ลิสซิ่ง จำกัด	SPRC	บริษัท สดาร์ ปิโตรเลียม วีโพนิง
CPALL	บริษัท ซีพี ออลล์	SCI	บริษัท เอสซีไอ อีเลคโทรนิค จำกัด		

### ไม่เปิดเผยหรือไม่มีนโยบาย

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
AOT	บริษัท ท่าอากาศยานไทย	BPP	บริษัท บ้านปู เพาเวอร์ จำกัด	FN	บริษัท เอฟเอ็น แฟคเตอร์ เซ็ทโลท จำกัด
BCPG	บริษัท บีซีพีจี จำกัด	BTS	บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์	TPCH	บริษัท ทีพีซี เพาเวอร์โฮลดิ้ง จำกัด

ที่มา: [www.cgthailand.org](http://www.cgthailand.org)

Disclaimer: การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่  
เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัย  
ข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและ  
หรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติตามบริษัทจดทะเบียนในตลาด  
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เคจีไอ  
(ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด