

# Fundamental Story

Chularat Hospital Pcl (CHG TB) - BUY, Price Bt3.72, TP Bt4.80

Results Comment

Siriporn Arunothai | Email: siriporn.aru@thanachartsec.co.th

## 3Q21 แข็งแกร่ง ดีกว่าคาด

- CHG รายงานกำไรสุทธิ 1.6 พันลบ. ใน 3Q21 เพิ่มขึ้น 455% y-y และ 171% q-q ผลการดำเนินงานดีกว่าที่เราและตลาดคาด เนื่องจากรายได้และอัตรากำไรที่แข็งแกร่งกว่าคาด
- การเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่งของ CHG ได้แรงหนุนจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากบริการที่เกี่ยวข้องกับโควิด-19 การดำเนินงานของโรงพยาบาลรวมแพทย์เฉิงเตา (RPC) และจุฬารัตน์ 304 อินเตอร์เนชั่นแนล (304) ที่ดีขึ้น และแหล่งรายได้ใหม่จากการบริหารโรงพยาบาล/ศูนย์เฉพาะทาง
- รายได้เติบโต 201% y-y และ 112% q-q เป็น 4.4 พันลบ. ใน 3Q21 อัตรากำไรจากการดำเนินงานยังเพิ่มขึ้นเป็น 43.1% ใน 3Q21 จาก 31.8% ใน 2Q21 และ 23.9% ใน 3Q20 เนื่องจากรายได้ที่แข็งแกร่งและผลประโยชน์จาก operating leverage
- รายได้ผู้ป่วยเงินสดของ CHG เพิ่มขึ้น 32% y-y และ 9% q-q เป็น 1.1 พันลบ. ใน 3Q21 โดยได้แรงหนุนจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากบริการที่เกี่ยวข้องกับโควิด รายได้ผู้ป่วยภายใต้ประกันสุขภาพถ้วนหน้า (UCS) เพิ่มขึ้น 2,547% y-y และ 368% q-q เป็น 2.9 พันลบ. ใน 3Q21 โดยได้แรงหนุนจากรายได้จากบริการโควิด-19 แต่อย่างไรก็ตาม รายได้จากโครงการประกันสังคมลดลง 29% y-y และ 16% q-q เป็น 367 ลบ. ใน 3Q21 เนื่องจากความล่าช้าในการได้รับเงินของรายได้ภาวะเสี่ยงจาก 3Q21 ไปยัง 4Q21 และการลดลงของรายได้คำรักษาโรคร้ายแรงเนื่องจากการเลื่อนการผ่าตัด
- กำไร 9M21 คิดเป็น 99% ของประมาณการกำไรทั้งปีของเรา เราคาดว่ากำไรจะแข็งแกร่งต่อเนื่องใน 4Q21 เนื่องจากแหล่งรายได้ใหม่จากวัคซีน Moderna ซึ่งยังคงมีผู้ป่วยโควิด-19 สูง แม้จะลดลงจากจุดสูงสุดใน 3Q21 รายได้ที่เพิ่มขึ้นจากการบริหารโรงพยาบาล/ศูนย์เฉพาะทาง และผู้ป่วยโรคทั่วไปที่เพิ่มขึ้น ด้วยมี upside ต่อกำไร และ valuation ที่ไม่แพง เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" CHG

Income Statement		(consolidated)				
Yr-end Dec (Bt m)	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	
Revenue	1,460	1,511	1,415	2,071	4,390	
<b>Gross profit</b>	<b>520</b>	<b>510</b>	<b>420</b>	<b>865</b>	<b>2,232</b>	
SG&A	171	207	160	206	338	
Operating profit	349	303	260	659	1,893	
<b>EBITDA</b>	<b>438</b>	<b>391</b>	<b>347</b>	<b>745</b>	<b>1,981</b>	
Other income	8	14	57	65	67	
Other expense	0	0	0	0	0	
Interest expense	9	7	6	5	5	
<b>Profit before tax</b>	<b>348</b>	<b>310</b>	<b>312</b>	<b>718</b>	<b>1,956</b>	
Income tax	70	57	63	143	377	
Equity & invest. income	0	0	0	0	0	
Minority interests	4	1	2	1	(15)	
Extraordinary items	0	0	0	0	0	
<b>Net profit</b>	<b>282</b>	<b>254</b>	<b>252</b>	<b>576</b>	<b>1,564</b>	
<b>Normalized profit</b>	<b>282</b>	<b>254</b>	<b>252</b>	<b>576</b>	<b>1,564</b>	
EPS (Bt)	0.03	0.02	0.02	0.05	0.14	
Normalized EPS (Bt)	0.03	0.02	0.02	0.05	0.14	

Balance Sheet		(consolidated)				
Yr-end Dec (Bt m)	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	
Cash & ST investment	627	580	646	1,158	803	
A/C receivable	422	481	461	518	593	
Inventory	169	179	189	216	281	
Other current assets	760	523	549	984	3,748	
Investment	114	76	76	76	76	
Fixed assets	4,056	4,091	4,077	4,123	4,204	
Other assets	250	271	265	275	309	
<b>Total assets</b>	<b>6,399</b>	<b>6,201</b>	<b>6,263</b>	<b>7,350</b>	<b>10,014</b>	
S-T debt	1,159	706	488	852	835	
A/C payable	562	570	578	830	1,645	
Other current liabilities	124	153	200	399	1,029	
L-T debt	441	407	380	358	342	
Other liabilities	171	171	175	183	185	
Minority interest	170	169	166	206	221	
<b>Shareholders' equity</b>	<b>3,771</b>	<b>4,024</b>	<b>4,276</b>	<b>4,523</b>	<b>5,756</b>	
Working capital	29	90	72	(96)	(771)	
Total debt	1,601	1,114	868	1,210	1,177	
<b>Net debt</b>	<b>974</b>	<b>534</b>	<b>222</b>	<b>52</b>	<b>374</b>	

Income Statement		9M as				
(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2021F	2021F	2022F	
Revenue	112	201	85	9,319	7,503	
<b>Gross profit</b>	<b>158</b>	<b>329</b>	<b>95</b>	<b>3,694</b>	<b>2,465</b>	
SG&A	64	98	75	934	808	
Operating profit	187	443	102	2,760	1,657	
<b>EBITDA</b>	<b>166</b>	<b>353</b>	<b>98</b>	<b>3,133</b>	<b>2,042</b>	
Other income	4	791	67	282	336	
Other expense			na	0	0	
Interest expense	(1)	(40)	85	19	6	
<b>Profit before tax</b>	<b>172</b>	<b>463</b>	<b>99</b>	<b>3,024</b>	<b>1,987</b>	
Income tax	163	438	96	605	397	
Equity & invest. income			na	0	0	
Minority interests	na	na	(480)	3	(13)	
Extraordinary items			na	0	0	
<b>Net profit</b>	<b>171</b>	<b>455</b>	<b>99</b>	<b>2,421</b>	<b>1,577</b>	
<b>Normalized profit</b>	<b>171</b>	<b>455</b>	<b>99</b>	<b>2,421</b>	<b>1,577</b>	
EPS (Bt)	171	455	99	0.22	0.14	
Normalized EPS (Bt)	171	455	99	0.22	0.14	

Financial Ratios		%				
(%)	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	
Sales grow th	2.0	13.7	7.4	80.8	200.8	
Operating profit grow th	6.0	81.9	12.2	244.8	443.1	
EBITDA grow th	6.6	51.7	8.6	165.6	352.7	
Norm profit grow th	4.8	88.8	35.0	272.1	455.0	
Norm EPS grow th	4.8	88.8	35.0	272.1	455.0	
Gross margin	35.6	33.8	29.7	41.8	50.8	
Operating margin	23.9	20.1	18.4	31.8	43.1	
EBITDA margin	30.0	25.9	24.5	36.0	45.1	
Norm net margin	19.3	16.8	17.8	27.8	35.6	
D/E (x)	0.4	0.3	0.2	0.3	0.2	
Net D/E (x)	0.2	0.1	0.0	0.0	0.1	
Interest coverage (x)	51.1	52.2	59.4	143.5	386.8	
Interest rate	2.1	2.2	2.4	2.0	1.7	
Effective tax rate	20.1	18.5	20.1	19.9	19.3	
ROA	17.7	16.1	16.2	33.9	72.0	
ROE	30.1	26.0	24.3	52.4	121.7	

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 149 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2110A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, AOT16C2202A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2201A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BCPG16C2111A, BEC16C2202A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, CHG16C2202A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DOHO16C2202A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EA16C2201A, EGCO16C2110A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2110A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2112A, MTC16C2202A, OR16C2112A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTT16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016P2112C, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016C2203A, S5016P2203A, S5016C2112D, S5016P2112D, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2112A, SCGP16C2202A, SCGP16C2201A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TU16C2110A, TU16C2111A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTG, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASC, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**หมายเหตุ:** บริษัท ทนชนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัตถการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททนชนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททนชนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรชมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

**หมายเหตุ:** \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทนชนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS

**หมายเหตุ:** \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศวีณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS

**หมายเหตุ:** \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลอิควิเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลอิควิเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

**หมายเหตุ:** \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)