

# Fundamental Story

## Chularat Hospital Pcl (CHG TB) - BUY

## Earnings Preview

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

### คาดการณ์กำไรแข็งแกร่งใน 3Q24F

- เราคาดว่า CHG จะมีกำไรเติบโตแข็งแกร่งใน 3Q24F
- ปัจจัยหนุนหลักคือผู้ป่วยเงินสดและผู้ป่วยประกันสังคมดีขึ้น...
- ... และการจ่ายเงินของประกันสังคมสำหรับโรคเรื้อรัง 26 โรค ใน 3Q24
- เราคงคำแนะนำ “ซื้อ”

เราคาดว่า CHG จะรายงานการเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่งทั้ง y-y และ q-q ใน 3Q24 นอกจากการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานโรงพยาบาลตามปกติแล้ว การเลื่อนการจ่ายเงินตามโครงการประกันสังคมสำหรับโรคเรื้อรัง 26 โรค จากไตรมาส 4 มาเป็นไตรมาส 3 ยังเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยผลักดันการเติบโตของกำไรใน 3Q24 อีกด้วย

- เราคาดว่า CHG จะรายงานกำไรสุทธิ 441 ลบ. ใน 3Q24 ซึ่งเพิ่มขึ้น 35% y-y และ 129% q-q นอกจากการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานโรงพยาบาลตามปกติแล้ว การเลื่อนการจ่ายเงินตามโครงการประกันสังคมสำหรับโรคเรื้อรัง 26 โรคจากไตรมาส 4 มาเป็นไตรมาส 3 ก็จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยผลักดันการเติบโตของกำไรของ CHG ใน 3Q24 หมายเหตุ สำนักงานประกันสังคม (SSO) ได้ทำการจ่ายเงินสำหรับ 26 โรคเรื้อรังในไตรมาส 4 ของปี 2023 แต่ในปีนี้ได้เลื่อนมาจ่ายในไตรมาส 3 แทน
- เราคาดว่า CHG จะมีรายได้เติบโต 14% y-y และ 20% q-q มาอยู่ที่ 2.4 พันลบ. ใน 3Q24F การเติบโตของรายได้ที่แข็งแกร่งคาดว่าจะมาจากการเพิ่มขึ้นของรายได้จากผู้ป่วยเงินสดทั้งจากผู้ป่วยไทยและผู้ป่วยต่างชาติ และการเพิ่มขึ้นของรายได้จากประกันสังคม การเพิ่มขึ้นของจำนวนผู้ประกันตนภายใต้โครงการประกันสังคม, รายได้จากการรักษาโรคเรื้อรังที่เพิ่มขึ้น และการเลื่อนการจ่ายเงินสำหรับโรคเรื้อรัง 26 โรคในโครงการประกันสังคม คาดว่าจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ผลักดันรายได้ประกันสังคมของ CHG
- อัตรากำไรขั้นต้นคาดว่าจะขยายตัวเป็น 32.5% ใน 3Q24F จาก 29% ใน 3Q23 และ 21.5% ใน 2Q24 อัตรากำไรจากการดำเนินงานคาดว่าจะเติบโตเป็น 21.4% ใน 3Q24 จาก 17.2% ใน 3Q23 และ 9.4% ใน 2Q24 การเพิ่มขึ้นของอัตรากำไรคาดว่าจะมาจากการประหยัดจากขนาด และการเลื่อนการจ่ายเงินสำหรับโรคเรื้อรัง 26 โรคในโครงการประกันสังคม
- สำหรับ 4Q24F เราคาดว่า CHG จะมีกำไรลดลงทั้ง y-y และ q-q เนื่องจากการเลื่อนการจ่ายเงินจากโครงการประกันสังคมจากไตรมาส 4 มาเป็นไตรมาส 3 ในขณะเดียวกันเราเห็นทั้งโอกาสที่จะเกิด upside และ downside ต่อกำไรของ CHG ใน 4Q24 โดยโอกาสที่จะเกิด upside คือกำไรก่อนหักภาษี 250 ลบ. จาก UCEPCOVID หากสำนักงานหลักประกันสุขภาพแห่งชาติ (NHSO) จ่ายเงินค้างจ่ายจาก UCEPCOVID ให้กับ CHG ใน 4Q24 ส่วน downside มีความเป็นไปได้ที่จะเกิดจาก 1) ความเสี่ยงจากการจ่ายเงินตามโครงการประกันสังคมสำหรับผู้ป่วยในที่มีน้ำหนักโรค (adjusted RW)  $\geq 2$  หากสำนักงานประกันสังคมไม่รับประกันการจ่ายเงินในอัตรา 12,000 บาท/adjusted RW ในช่วงที่เหลือของปีนี้ เราคาดว่า CHG อาจใช้อัตรา

### Key Valuations

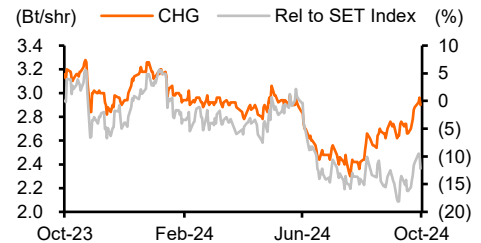
Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Revenue	7,730	8,786	9,685	10,492
Net profit	1,046	1,159	1,335	1,504
Norm net profit	1,046	1,159	1,335	1,504
Norm EPS (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.1
Norm EPS gr (%)	(62.4)	10.8	15.1	12.7
Norm PE (x)	30.5	27.5	23.9	21.2
EV/EBITDA (x)	19.9	17.8	15.4	13.7
P/BV (x)	4.2	4.0	3.7	3.4
Div. yield (%)	2.4	1.8	2.1	2.4
ROE (%)	13.9	14.9	16.0	16.5
Net D/E (%)	(10.6)	(16.5)	(20.4)	(23.4)

Source: Thanachart estimates

### Stock Data

Closing price (Bt)	2.9
Target price (Bt)	3.6
Market cap (US\$ m)	960.2
Avg daily turnover (US\$ m)	2.2
12M H/L price (Bt)	3.28/2.30

### Price Performance



Source: Bloomberg

## Fundamental Story

เหมาจ่ายที่ 7,200 บาท/adjusted RW ในการรับรู้รายได้จากบริการผู้ป่วยในที่มีน้ำหนักโรค  $\geq 2$  ใน 4Q24 2) มีความเสี่ยงด้านลบต่อกำไรของเรา (ประมาณ 1% ของกำไรปี 2025F) หาก CHG ไม่ต่อสัญญาการบริหารโรงพยาบาลสำหรับโรงพยาบาลเมืองพัทยา สัญญาการบริหารหมดอายุในกลางเดือนตุลาคม 2024

- เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” CHG เพราะมองว่าแนวโน้มกำไรที่อาจอ่อนแอใน 4Q24F นั้นเป็นผลจากการเลื่อนการจ่ายเงินของ SSO เร็วขึ้นจากไตรมาส 4 ไปไตรมาส 3 ในขณะที่การดำเนินงานหลักของ CHG ยังคงเติบโต y-y ใน 4Q24F สำหรับปีหน้าเราคาดว่า CHG จะมีกำไรที่เติบโตที่ 15% การซื้อขายที่ PE ที่ 23.9 เท่า ในปี 2025F ถือว่าไม่สูงเกินไปในมุมมองของเรา

### Ex 1: Likely Strong 3Q24F Earnings

Income Statement						(consolidated)	
Yr-end Dec (Bt m)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	q-q%	y-y%
Revenue	2,093	2,123	2,021	1,985	2,380	20	14
<b>Gross profit</b>	<b>607</b>	<b>543</b>	<b>523</b>	<b>427</b>	<b>773</b>	<b>81</b>	<b>28</b>
SG&A	246	243	259	240	264	10	7
Operating profit	361	300	264	186	509	173	41
<b>EBITDA</b>	<b>477</b>	<b>421</b>	<b>385</b>	<b>311</b>	<b>633</b>	<b>104</b>	<b>33</b>
Other income	77	69	87	76	71	(6)	(8)
Other expense	0	0	0	0	0	na	Na
Interest expense	7	9	9	9	9	na	na
<b>Profit before tax</b>	<b>431</b>	<b>361</b>	<b>342</b>	<b>253</b>	<b>572</b>	<b>126</b>	<b>32</b>
Income tax	90	73	76	57	126	122	39
Equity & invest. income	(5)	(9)	(5)	(5)	(5)	na	na
Minority interests	(11)	(5)	3	0	0	na	na
Extraordinary items	0	0	0	0	0	na	na
<b>Net profit</b>	<b>326</b>	<b>274</b>	<b>264</b>	<b>192</b>	<b>441</b>	<b>129</b>	<b>35</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>326</b>	<b>274</b>	<b>264</b>	<b>192</b>	<b>441</b>	<b>129</b>	<b>35</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลงแก้ไข 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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.96% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.35 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 4/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570-72 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 7/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"