

Fundamental Story

Chularat Hospital Pcl (CHG TB) - BUY

Analyst Meeting

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

การประชุมนักวิเคราะห์บรรยากาศเป็นไปในเชิงลบเล็กน้อย

- แนวโน้มการเติบโตปี 2025 ถูกปรับลดลงเหลือไม่เกิน 5%
- รายได้จากประกันสังคมยังคงเผชิญแรงกดดัน
- ผู้ป่วยเงินสดยังเป็นแรงขับเคลื่อนหลักของกำไรใน 2H25
- โรงพยาบาลจุฬารัตน์แม่สอด และ 304 ยังคงปรับตัวดีขึ้น

หลังจากเข้าร่วมการประชุมนักวิเคราะห์ของ CHG เรามองว่ารายได้จากโครงการประกันสังคมของบริษัทฯ ยังคงเผชิญแรงกดดัน จากทั้งความล่าช้าในการอนุมัติการผ่าตัดกระเพาะ และรายได้ที่ลดลงจากโครงการ 26 โรคเรื้อรัง อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ารายได้จากผู้ป่วยเงินสดที่เพิ่มขึ้น รายได้จาก UCS ที่เพิ่มขึ้น การดำเนินงานที่ปรับตัวดีขึ้นของโรงพยาบาลจุฬารัตน์แม่สอดและจุฬารัตน์ 304 รวมถึงผลจากฐานที่ต่ำใน 4Q24 (เนื่องจากไม่มีการกลับรายการรายได้จากบริการรักษาผู้ป่วยค่าใช้จ่ายสูง $[RW \geq 2]$ ภายใต้ประกันสังคมใน 4Q25) จะช่วยสนับสนุนการฟื้นตัวของกำไร CHG ใน 2H25 ให้เติบโตได้เล็กน้อยทั้ง y-y และ h-h อย่างไรก็ดี ผลกระทบด้านลบจากโครงการ 26 โรคเรื้อรังยังคงเป็นความเสี่ยงด้านข้างต่อประมาณการของเรา นอกจากนี้ เรายังไม่เห็นปัจจัยหนุนระยะสั้นสำหรับราคาหุ้นในตอนนี

- ผู้บริหารได้ปรับลดเป้าหมายการเติบโตของรายได้ปี 2025 ลง จากเดิมที่คาดว่าจะได้ 10% เหลือไม่เกิน 5% ซึ่งสอดคล้องกับประมาณการของเราที่คาดว่าจะได้เติบโต 3% y-y ในปี 2025
- ในเดือนกรกฎาคม 2025 รายได้จากผู้ป่วยเงินสดปรับตัวขึ้นเล็กน้อย y-y โดยมีแรงขับเคลื่อนหลักจากผู้ป่วยชาวไทย ขณะที่รายได้จากผู้ป่วยต่างชาติทรงตัว การเพิ่มขึ้นของผู้ป่วยจากตะวันออกกลาง โดยเฉพาะผู้ป่วยใหม่จากกาตาร์ ถูกหักล้างด้วยรายได้จากผู้ป่วยชาวกัมพูชาที่ลดลง
- รายได้ประกันสังคมจากการผ่าตัดกระเพาะยังไม่ฟื้นตัวใน 3Q25 เนื่องจากการอนุมัติจากสำนักงานประกันสังคม (สปส.) ที่ล่าช้า อย่างไรก็ตาม CHG คาดว่ารายได้ประกันสังคมรวมใน 2H25 จะทรงตัว y-y โดยมีปัจจัยสนับสนุนจากการที่ไม่มีผลของการชำระหนี้ของประกันสังคมที่ต่ำกว่ายอดจริงสำหรับกรณีที่มีค่า Relative Weight $(RW) \geq 2$ และรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากบริการรักษามะเร็ง โดยเฉพาะจากโครงการ “Cancer Anywhere” ผู้บริหารระบุว่า สปส. มีแนวโน้มที่จะชำระค่าบริการรักษาผู้ป่วยค่าใช้จ่ายสูงที่ 12,000 บาทต่อ RW ในปีนี้
- บริษัทฯ ยังคงมีรายได้ค้างรับจำนวน 270 ลบ. ที่เกี่ยวกับโครงการ UCEPCOVID อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ มองว่าความเสี่ยงจาก UCEPCOVID อยู่ในระดับต่ำ เนื่องจาก UCEP ยังคงทยอยชำระหนี้ ขณะที่ตัว CHG มีเงินสดจาก UCEP จำนวน 250 ลบ. ที่ได้รับมาแล้วแต่ยังไม่ได้นำมาใช้รายได้ ซึ่งจำนวน 250 ลบ. นี้สามารถใช้เป็นเบาะรองรับสำหรับกรณีที่มีการค้างชำระ

Key Valuations

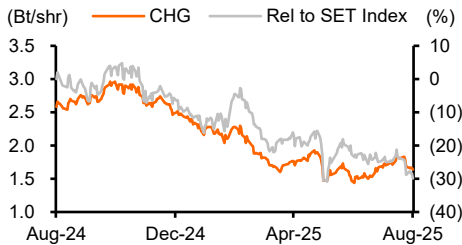
Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Revenue	8,237	8,480	8,959	9,801
Net profit	965	1,000	1,089	1,125
Norm net profit	965	1,000	1,089	1,125
Norm EPS (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.1
Norm EPS gr (%)	(7.7)	3.6	8.9	3.3
Norm PE (x)	18.7	18.0	16.6	16.0
EV/EBITDA (x)	10.8	9.4	9.0	8.7
P/BV (x)	2.3	2.3	2.2	2.1
Div. yield (%)	4.3	4.4	4.8	5.0
ROE (%)	12.7	12.8	13.5	13.5
Net D/E (%)	(14.4)	(11.1)	(7.6)	(7.0)

Source: Thanachart estimates

Stock Data

Closing price (Bt)	1.64
Target price (Bt)	2.10
Market cap (US\$ m)	552.6
Avg daily turnover (US\$ m)	1.3
12M H/L price (Bt)	2.96/1.44

Price Performance



Source: Bloomberg

Fundamental Story

- ผลการดำเนินงานของโรงพยาบาล จุฬารัตน์แม่สอด และ จุฬารัตน์ 304 ยังคงปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง
- การเปิดอาคารผู้ป่วยนอก (OPD) แห่งใหม่ที่ จุฬารัตน์ 11 ถูกเลื่อนออกไปหนึ่งไตรมาส โดยคาดว่าจะเปิดได้ใน 4Q25 โครงการโรงพยาบาลใหม่ในจังหวัด ระยอง และอาคารผู้ป่วยใหม่ 2 หลัง ขนาด 100 เตียง ที่ จุฬารัตน์ 3 ยังคงเป็นไปตามแผน โดยคาดว่าจะเปิดให้บริการได้ในปี 2027

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนาชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลงแก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) 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:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ 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 ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้” ของบริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 4/2568 ชุดที่ 1-3 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”