



บมจ. โรงพยาบาลจุฬารัตน์ (CHG)

15 พฤษภาคม 2556

CG Report Scoring (2012): NA

Stock information

ราคาปิด	NA บาท
ราคาปิดสูง/ต่ำใน 1 ปี	NA บาท
มูลค่าตลาด	NA ล้านบาท
ปริมาณหุ้น (พาร์ 1)	1,100 ล้านหุ้น
มูลค่าตามบัญชี/หุ้น	NA บาท
Free Float	- %
Foreign Limit/Available	- %
NVDR in hand (% of shares)	- %
ปริมาณหุ้นเฉลี่ย/วัน ('000)	NA

XD- Date

Period	X-Date	DPS(Bt)
-	-	-
-	-	-

นักวิเคราะห์

ณัฐวริน ไตรภพสกุล

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 27445

natwarin@trinitythai.com

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด เป็นผู้ร่วมจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของ CHG ในครั้งนี้ โดยการจัดทำเอกสารฉบับนี้เพื่อวัตถุประสงค์ในการนำเสนอข้อมูลและบทความการวิเคราะห์เท่านั้น การตัดสินใจลงทุนขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของนักลงทุน

น้องใหม่หูน ร.พ. ที่ศักยภาพทำกำไรเด่นน่าลงทุน

CHG มีจุดแข็งด้านทำเลที่ตั้งที่โดดเด่น เพราะมี ร.พ. และสถานพยาบาลในเครือทั้งหมด 10 แห่งกระจายอยู่ในพื้นที่ กทม. ผังตะวันออก จ. สมุทรปราการ และฉะเชิงเทรา รวมถึงพื้นที่ใกล้สนามบินสุวรรณภูมิ ซึ่งล้วนแต่อยู่ใกล้แหล่งชุมชนและพื้นที่ย่านอุตสาหกรรมที่สำคัญ รวมถึงใกล้ถนนใหญ่ที่เกิดอุบัติเหตุทางรถยนต์บ่อยครั้ง จึงช่วยหนุนรายได้ค่าบริการให้เติบโตต่อเนื่อง ซึ่งเมื่อบวกกับ อัตราค่าโรยคืนที่มีแนวโน้มดีขึ้นจากการเพิ่มศูนย์เฉพาะทางและอัตราการเข้ามารักษาโรครุนแรงที่เพิ่มขึ้น จึงคาดในช่วง 2 ปีนี้กำไรสุทธิจะโตต่อเนื่องเฉลี่ยปีละ 18% ทั้งนี้เราประเมินมูลค่าพื้นฐาน CHG ด้วยวิธี DCF ได้ Total Equity Value ปี 2556 อยู่ที่ 1.01 หมื่นล้านบาท ซึ่งคิดเป็น PER ปี 56 อยู่ที่ 25 เท่า ซึ่งใกล้เคียงค่าเฉลี่ยหุ้นกลุ่ม ร.พ. ปัจจุบันที่เทรดอยู่ที่ 25.7 เท่า

- **ลักษณะการประกอบธุรกิจ:** CHG ดำเนินธุรกิจหลักประกอบกิจการ ร.พ. และสถานพยาบาล โดยมีสาขา รวม 10 แห่ง แบ่งเป็น ร.พ. 3 แห่ง และสถานพยาบาล/คลินิก 7 แห่ง กระจายอยู่ในพื้นที่ กทม. ผังตะวันออก และจังหวัดใกล้เคียง ได้แก่ สมุทรปราการ และฉะเชิงเทรา รวมถึงพื้นที่ใกล้สนามบินสุวรรณภูมิ ทั้งนี้ปี 2555 CHG มีกำลังให้บริการผู้ป่วยใน (IPD) และผู้ป่วยนอก (OPD) ได้เต็มที 341 เตียงต่อวัน และ 5,530 คนต่อวัน โดยมีอัตราใช้บริการจริงของ IPD และ OPD อยู่ที่ 84.0% และ 72.6% ตามลำดับ
- **ข้อมูลสรุปการเสนอขายหุ้น IPO:** CHG มีแผนเพิ่มทุนจดทะเบียนชำระแล้วจาก 880 ล้านบาท เป็น 1,100 ล้านบาท (ราคาพาร์ 1 บาท) ด้วยการเสนอขายหุ้นสามัญให้กับประชาชนเป็นครั้งแรก (IPO) จำนวน 220 ล้านหุ้น คิดเป็น 20% ของจำนวนหุ้นเรียกชำระแล้วทั้งหมดหลังการเสนอขาย โดยจะจัดสรรให้แก่ประชาชนทั่วไป นักลงทุนสถาบัน และผู้มีอุปการคุณ ทั้งนี้ CHG มีวัตถุประสงค์นำเงินที่ได้จากการขายหุ้น IPO ไปใช้ลงทุนเพื่อขยายกิจการ ร.พ. ราว 950 ล้านบาท ส่วนที่เหลือจะใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในกิจการ
- **ปี 2556-2557 คาดโตเฉลี่ยปีละ 18%:** ด้วยกลยุทธ์ที่เน้นคุณภาพการรักษาค่าที่ได้มาตรฐานในราคาที่ยุติธรรมจึงทำให้ CHG มีค่าบริการเฉลี่ยสูงกว่า ร.พ. คู่แข่งในพื้นที่ใกล้เคียงกัน เช่น TNH, SKR นอกจากนี้ยังมีจุดแข็งด้านทำเลที่ตั้งซึ่งอยู่ใกล้แหล่งที่มีประชากรหนาแน่นและเป็นพื้นที่อุตสาหกรรมสำคัญ จึงทำให้ได้ประโยชน์จากการขยายตัวของชุมชนและจากแผนเพิ่มศูนย์เฉพาะทาง จึงคาดรายได้ผู้ป่วยกลุ่มเงินสดจะโตได้ 20%YoY ส่วนรายได้ผู้ป่วยกลุ่มประกันสังคมคาดโต 10%YoY จากจำนวนผู้ประกันตนที่เพิ่มขึ้นและการเปลี่ยนนโยบายหันมาใช้จ่ายเงินผู้ป่วยในเป็นตามความรุนแรงของโรค ดังนั้นในช่วง 2 ปีนี้จึงคาดรายได้ค่าบริการรวมจะโตเฉลี่ยปีละ 16%YoY ซึ่งเมื่อบวกกับการควบคุมค่าใช้จ่ายที่มีประสิทธิภาพ และมีอัตราการขึ้นค่าบริการเฉลี่ย 20% จึงคาดปี 2556 CHG จะมีกำไรสุทธิ 405 ล้านบาท โต 20.7%YoY แต่หากคิดเป็น Fully Diluted EPS จะอยู่ที่ 0.37 บาท ลดลง 3.4%YoY เพราะหลังขายหุ้น IPO จะเกิด Dilution Effect 20% แต่ปี 2557 คาด EPS จะกลับมาเติบโตได้ 15.7%YoY หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตของผลกำไรในช่วง 2 ปีนี้ที่ปีละราว 18%
- **การประเมินมูลค่าพื้นฐาน:** เราประเมินมูลค่าพื้นฐาน CHG ด้วยวิธีส่วนลดกระแสเงินสด (DCF) โดยกำหนด WACC ที่ 9.8% และมี Terminal Growth ที่ 3% ทำให้ได้ Total Equity Value ปี 2556 อยู่ที่ 1.01 หมื่นล้านบาท ซึ่งคิดเป็น PER ปี 2556 ที่ 25 เท่า ซึ่งถือว่าใกล้เคียงค่าเฉลี่ย PER ปี 2556 ของหุ้นกลุ่ม ร.พ. ปัจจุบันซึ่งซื้อขายกันอยู่ที่ 25.7 เท่า

Year End	Sales (Btm)	EBITDA (Btm)	Net Profit (Btm)	EPS (Bt)	BVS (Bt)	EV/EBITDA (x)	DPS (Bt)	ROA (%)	ROE (%)
2010A	1,229	262	119	2.71	2.06	14.95	2.06	10.61	13.55
2011A	1,417	345	171	3.91	2.18	11.29	2.59	14.42	18.49
2012A	1,863	541	335	0.38	1.28	14.35	0.23	23.98	32.29
2013F	2,153	635	405	0.37	2.21	13.96	0.22	18.35	22.80
2014F	2,493	756	468	0.43	2.41	11.88	0.26	15.58	18.44

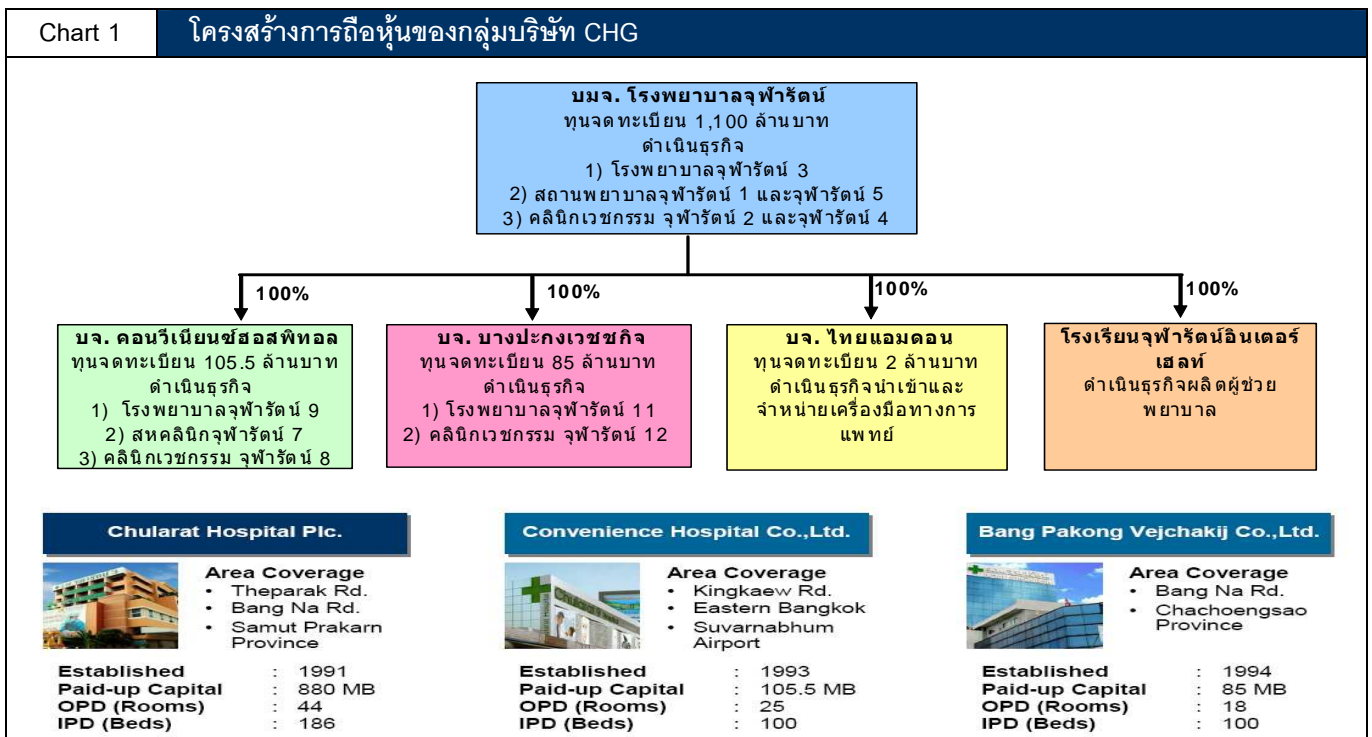
บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2801 9100 โทรสาร 0-2801 9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

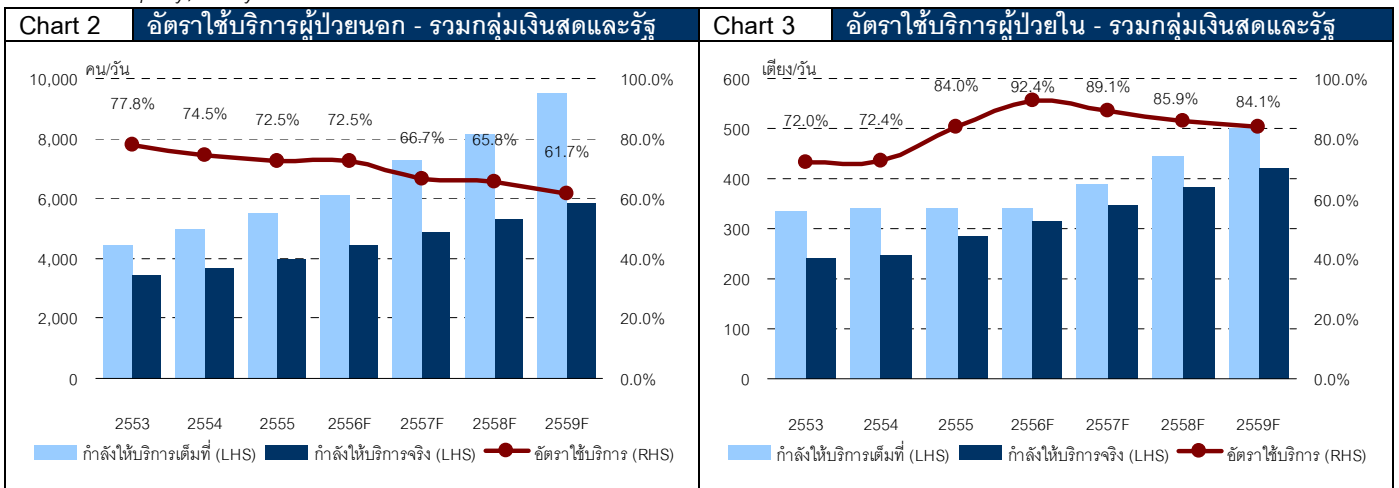


■ ลักษณะการประกอบธุรกิจ :

CHG ดำเนินธุรกิจหลักประกอบกิจการ ร.พ. และสถานพยาบาล โดยมีสาขา รวมทั้งสิ้น 10 แห่ง แบ่งเป็นสาขา ร.พ. 3 แห่ง และสาขาสถานพยาบาล/คลินิก 7 แห่ง กระจายอยู่ในพื้นที่ กทม. ผังตะวันออก และจังหวัดใกล้เคียง ได้แก่ สมุทรปราการและฉะเชิงเทรา รวมถึงพื้นที่ใกล้สนามบินสุวรรณภูมิ ทั้งนี้ ณ สิ้นปี 2555 CHG มีความสามารถให้บริการผู้ป่วยใน (IPD) และผู้ป่วยนอก (OPD) ได้เต็มที่ 341 เตียงต่อวัน และ 5,530 คนต่อวัน โดยมีอัตราใช้บริการจริงของ IPD และ OPD อยู่ที่ 84.0% และ 72.6% ตามลำดับ ซึ่งหากไม่มีแผนขยายธุรกิจ คาดว่าด้วยกำลังการให้บริการดังกล่าวจะเพียงพอรองรับจำนวนผู้ป่วยที่มีแนวโน้มเติบโตเฉลี่ยปีละ 10% ได้อีกเพียง 2-3 ปีข้างหน้าเท่านั้น นอกจากนี้ CHG ยังมีบริษัทย่อย คือ บจ. ไทยแอมดอน ดำเนินธุรกิจนำเข้าและจัดจำหน่ายอุปกรณ์ทางการแพทย์ให้แก่ ร.พ. และสถานพยาบาลในกลุ่มบริษัท และโรงเรียนจุฬารัตน์อินเตอร์เฮลท์ เพื่อดำเนินธุรกิจผลิตผู้ช่วยพยาบาล โดยมีโครงสร้างถือหุ้นดังกล่าว



Source: Company, Trinity Research.



Source: Company, Trinity Research.

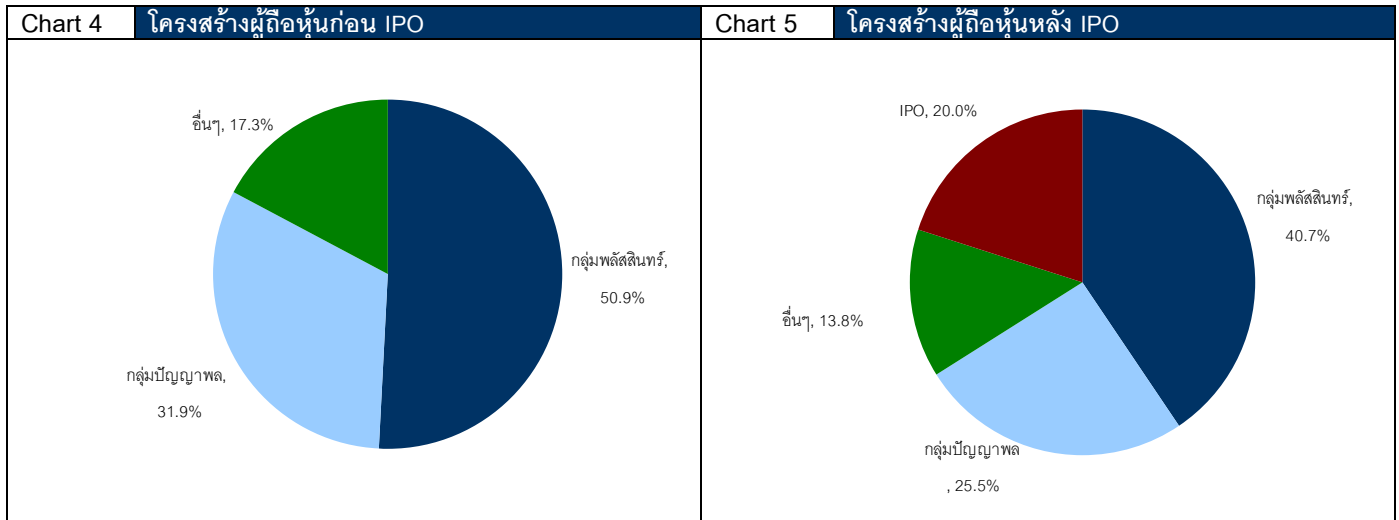
Source: Company, Trinity Research

บริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2801 9100 โทรสาร. 0-2801 9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่เป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

■ ข้อมูลสรุปการเสนอขายหุ้น IPO และโครงสร้างผู้ถือหุ้น:

CHG มีแผนเพิ่มทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้วจาก 880 ล้านบาท เป็น 1,100 ล้านบาท ด้วยการเสนอขายหุ้นสามัญให้กับประชาชนเป็นครั้งแรก (IPO) จำนวน 220 ล้านหุ้น (ราคาพาร์ 1 บาท) ซึ่งคิดเป็น 20% ของจำนวนหุ้นที่เรียกชำระแล้วทั้งหมดหลังการเสนอขาย โดยจะจัดสรรให้แก่ประชาชนทั่วไป นักลงทุนสถาบัน และ ผู้มีอุปการคุณ ทั้งนี้ CHG มีวัตถุประสงค์นำเงินที่ได้จากการเสนอขายหุ้น IPO ครั้งนี้จะนำไปใช้ลงทุนเพื่อขยายกิจการ ร.พ. รว 950 ล้านบาท ส่วนที่เหลือจะใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในกิจการ



Source: Company, Trinity Research.

Source: Company, Trinity Research

ภายหลังการเสนอขายหุ้น IPO ดังกล่าวข้างต้น กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่กลุ่มพันธมิตรและกลุ่มปัญญาพลจะมีสัดส่วนการถือหุ้น CHG ลดลงดังภาพด้านบน และตามกฎหมายของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้บริหารและผู้ถือหุ้นเดิมจะถูกกำหนดห้ามขายหุ้น (Silent Period) จำนวน 55% ของหุ้นเรียกชำระแล้วหลังเสนอขายหุ้น IPO เป็นระยะเวลา 1 ปี นับจากวันแรกที่บริษัทเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ (หากครบ 6 เดือนแรกหลังเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ จะสามารถขายได้จำนวน 25% ส่วนที่เหลืออีก 75% จะขายได้เมื่อครบกำหนด 1 ปี)

■ ธุรกิจ ร.พ. เอกชนไทยยังมีศักยภาพเติบโตที่ดี :

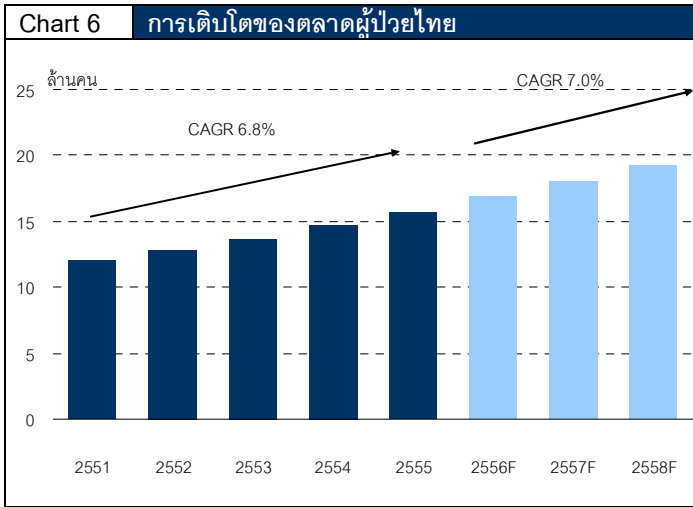
ผลประกอบการของธุรกิจ ร.พ. เอกชนไทยยังมีโอกาสขยายตัวได้อย่างต่อเนื่องในระยะยาว เพราะนอกจากธุรกิจนี้จะมีนโยบายปรับขึ้นค่าบริการเฉลี่ยทุกปี 7-10% แล้ว ยังมีปัจจัยบวกที่แข็งแกร่งช่วยหนุนการเติบโตต่อเนื่อง ดังนี้

1) ตลาดผู้ป่วยไทย : จากโครงสร้างประชากรไทยที่เข้าสู่วัยสูงอายุเพิ่มขึ้น กระแสรักสุขภาพ และอัตราเจ็บป่วยด้วยโรคซับซ้อนรุนแรง (เช่น หัวใจ เบาหวาน ความดัน และมะเร็ง) ที่นับวันยิ่งสูงขึ้น อีกทั้งปัจจุบัน ร.พ. รัฐยังมีข้อจำกัดเรื่องกำลังให้บริการ สวนทางด้านวิถีชีวิตของคนไทยส่วนใหญ่ที่มีฐานะความเป็นอยู่ดีขึ้นและชอบความสะดวกรวดเร็ว จึงทำให้มีผู้ป่วยจำนวนหนึ่งหันมาใช้บริการของ ร.พ. เอกชนแทน จึงคาดว่าจะช่วยผลักดันให้จำนวนผู้ป่วยไทยเติบโตเฉลี่ยปีละ 7% เมื่อเทียบกับ 6.8% ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา

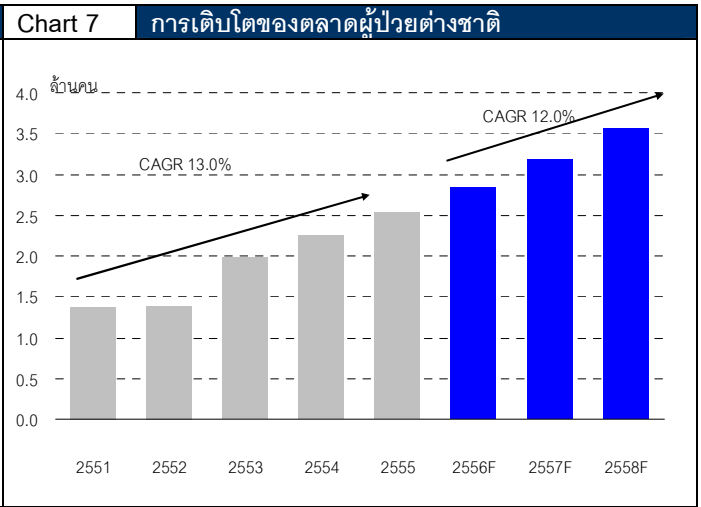
2) ตลาดผู้ป่วยต่างชาติ : จากจุดแข็งของธุรกิจ ร.พ. เอกชนไทย ที่มีค่ารักษาถูก (ต่ำกว่าสหรัฐฯ เกิน 5 เท่า และต่ำกว่าสิงคโปร์ 40%) มีบริการที่ดี มีแหล่งท่องเที่ยวหลากหลาย และมีมาตรฐานรักษาเป็นที่ยอมรับระดับสากล (อีกทั้งหลังเปิด AEC ประชากรรวมกันจะ



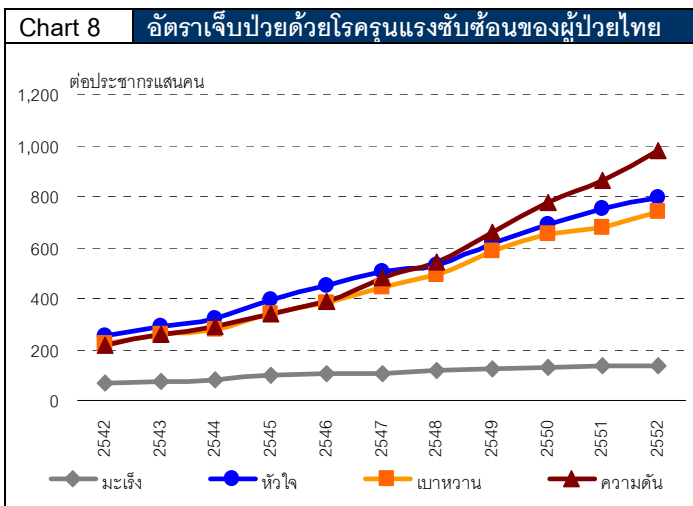
เพิ่มขึ้นเป็นกว่า 600 ล้านคน จึงคาดว่าจะส่งผลให้จำนวนผู้ป่วยต่างชาติในไทยเติบโตเฉลี่ยปีละ 12.0% มาแตะสู่ระดับ 3.5 ล้านคนได้ในปี 2558



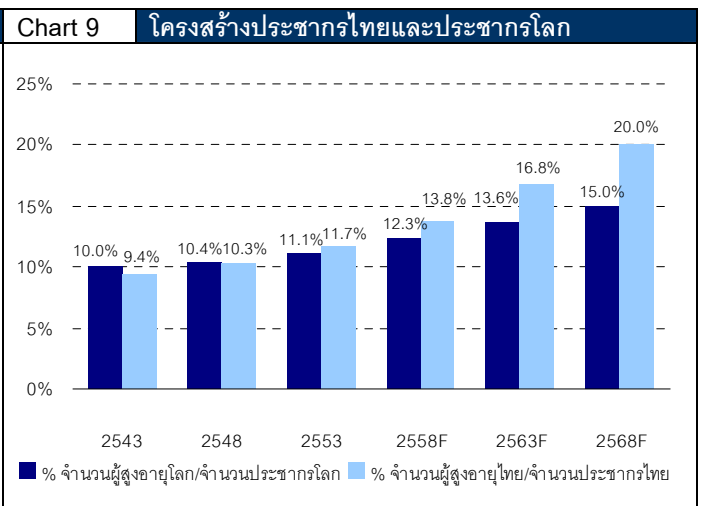
Source: Company, Trinity Research.



Source: กรมสนับสนุนบริการสุขภาพ, Trinity Research.



Source: กระทรวงสาธารณสุข, Trinity Research.



Source: วิทยาลัยประชากรศาสตร์, Trinity Research.

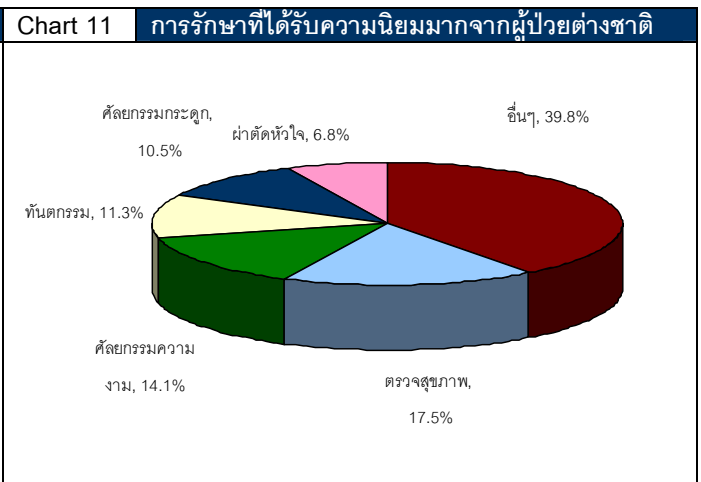
Chart 10 เปรียบเทียบค่าใช้จ่ายด้านการรักษาพยาบาล

ตารางเปรียบเทียบค่าใช้จ่ายด้านการรักษาพยาบาล ระหว่างสหรัฐและประเทศต่างในธุรกิจ "การศัลยกรรมหัวใจและหลอดเลือด" อาทิ สิงคโปร์ ไทย และอินเดีย (หน่วย : ดอลลาร์)

คำรักษาพยาบาล	สหรัฐ	สิงคโปร์	ไทย	อินเดีย
บายพาสหัวใจ	130,000	18,500	11,000	10,000
ผ่าตัดเปลี่ยนลิ้นหัวใจ	160,000	12,500	10,000	9,000
การทำบอลลูนขยายเส้นเลือดหัวใจ (Angioplasty)	57,000	13,000	13,000	11,000
เปลี่ยนข้อสะโพก	43,000	12,000	12,000	9,000
ผ่าตัดมดลูก	20,000	6,000	4,500	3,000
เปลี่ยนข้อเข่า	40,000	13,000	10,000	8,500
การเชื่อมข้อกระดูกสันหลัง (Spinal Fusion)	62,000	9,000	7,000	5,500

ที่มา : เว็บไซต์ซิสเนส วิก ออนไลน์

Source: Business week online, Trinity Research.



Source: กรมสนับสนุนบริการสุขภาพ, Trinity Research.

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2801 9100 โทรสาร. 0-2801 9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่เป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้ ทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

■ **ตั้งเป้าหมายเป็น ร.พ. เอกชนที่ดีที่สุดฝั่งกรุงเทพตะวันออก :**

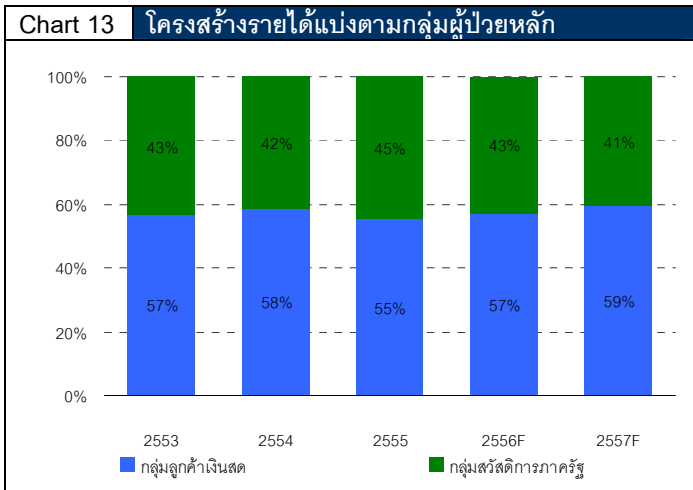
CHG มีจุดแข็งด้านทำเลที่ตั้งที่โดดเด่น เพราะ ร.พ. และสถานพยาบาลในเครือ 10 แห่งกระจายอยู่ในพื้นที่ กทม. ฝั่งตะวันออก และจังหวัดใกล้เคียง ได้แก่ สมุทรปราการและฉะเชิงเทรา รวมถึงพื้นที่ใกล้สนามบินสุวรรณภูมิ ซึ่งล้วนแล้วแต่อยู่ใกล้แหล่งชุมชนที่มีประชากรหนาแน่น และใกล้พื้นที่ย่านอุตสาหกรรมที่สำคัญซึ่งมีโรงงานตั้งอยู่จำนวนมาก รวมถึงใกล้ถนนใหญ่ซึ่งเกิดอุบัติเหตุทางรถยนต์บ่อยครั้ง จึงทำให้ CHG ได้ประโยชน์ค่อนข้างมากจากการขยายตัวของที่พักอาศัย บริษัท และโรงงานต่างๆ ในบริเวณดังกล่าว และยังส่งผลให้ CHG ตั้งเป้าหมายที่จะเป็น ร.พ. เอกชนที่ดีที่สุดแห่งหนึ่งในกรุงเทพฝั่งตะวันออก โดยบริษัทมีแผนมุ่งเน้นขยายจุดให้บริการเครือข่ายและเพิ่มศูนย์เฉพาะทางเพื่อรองรับอุปสงค์ที่โตต่อเนื่อง ซึ่งปัจจุบันศูนย์เฉพาะทางที่มีชื่อเสียงเด่น เช่น ศูนย์รักษาโรคหัวใจครบวงจร ศูนย์โรคหลอดเลือดสมอง ศูนย์ผู้ป่วยวิกฤติทารกแรกเกิดน้ำหนักน้อย และคลินิกศัลยกรรมมือและกระดูก เป็นต้น



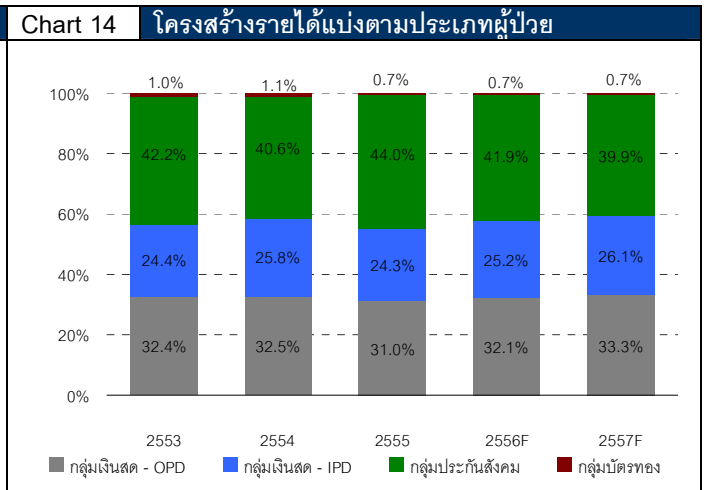
Source : Company reports

■ **ลักษณะลูกค้าและโครงสร้างรายได้ :**

หากพิจารณาโครงสร้างรายได้ของ CHG พบว่า มีการกระจายความเสี่ยงเป็นอย่างดี เพราะมีลูกค้าหลากหลายกลุ่ม ซึ่งอาจแบ่งเป็น 2 กลุ่มหลัก คือ 1) กลุ่มลูกค้าทั่วไป เช่น ลูกค้าเงินสด ลูกค้าคู่สัญญา ลูกค้ากองทุนเงินทดแทนผู้ประสบภัยจากการทำงานและจากรถยนต์ เป็นต้น 2) กลุ่มลูกค้าโครงการสวัสดิการภาครัฐ เช่น ลูกค้าโครงการประกันสังคม และลูกค้าโครงการภาครัฐอื่นๆ (กลุ่มบัตรทอง) โดยมีสัดส่วนรายได้ดังกล่าว



Source: Company, Trinity Research.

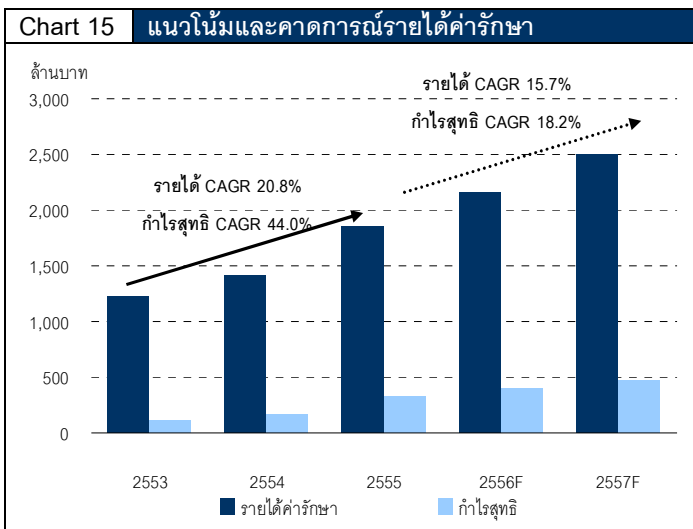


Source: Company, Trinity Research

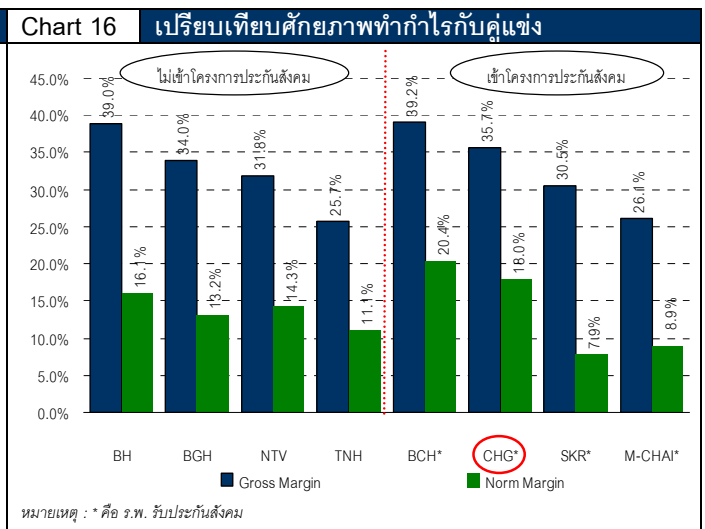
ทั้งนี้แม้ตั้งแต่ต้นปี 2555 ผลจากการที่ประกันสังคมปรับรูปแบบจ่ายเงินของผู้ป่วยในจากเหมาจ่ายเป็นตามความรุนแรงของโรคจะถือประโยชน์ต่อ รพ. ที่ร่วมโครงการ เพราะทำให้มีรายได้จากกลุ่มผู้ป่วยในเพิ่มขึ้นจากเดิมที่รายได้ในส่วนนี้ถูกจ่ายเหมาพร้อมกับค่ารักษาผู้ป่วยนอก จนส่งผลให้ปี 2555 CHG มีสัดส่วนรายได้จากลูกค้ากลุ่มประกันสังคมเพิ่มขึ้นจาก 40.6% ในปี 2554 เป็น 44.0% แต่ในระยะยาว CHG ยังคงมีนโยบายมุ่งเน้นเพิ่มสัดส่วนรายได้จากกลุ่มลูกค้าทั่วไปซึ่งให้อัตรากำไรสูงกว่ากลุ่มประกันสังคม อีกทั้งในปี 2556 โครงการประกันสังคมยังไม่มีกรปรับเพิ่มค่าเหมาจ่ายทั้งผู้ป่วยนอกและผู้ป่วยในจากเดิม จึงคาดว่าปี 2556 CHG จะกลับมา มีสัดส่วนรายได้จากกลุ่มทั่วไปเพิ่มเป็น 58% จากปี 2555 ที่ลดเหลือ 55% และคาดว่าจะเพิ่มสัดส่วนเป็นราว 60% ได้ภายในปี 2557

■ ปี 2555 เติบโตโดดเด่น และมีศักยภาพทำกำไรเหนือคู่แข่ง :

ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2553-2555) CHG มีรายได้ค่ารักษาและกำไรสุทธิเพิ่มขึ้นต่อเนื่องเฉลี่ยปีละ 21% และ 44% ตามลำดับ ซึ่งนับเป็นอัตราการเติบโตที่สูงกว่าเมื่อเทียบกับคู่แข่งรายอื่นๆ ที่มีทำเลที่ตั้งอยู่ใกล้เคียงกัน เช่น SKR และ TNH นอกจากนี้ CHG ยังจัดเป็น ร.พ. ที่มีศักยภาพทำกำไรได้ในอัตราสูงด้วย กล่าวคือ ทั้ง Gross Margin และ Norm Margin สูงถึง 36% และ 18% ตามลำดับ ซึ่งถือได้ว่าเหนือกว่าคู่แข่งเป็นอย่างมาก



Source: Company, Trinity Research.



Source: Company, Trinity Research

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2801 9100 โทรสาร. 0-2801 9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำของสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้ นักลงทุนทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน



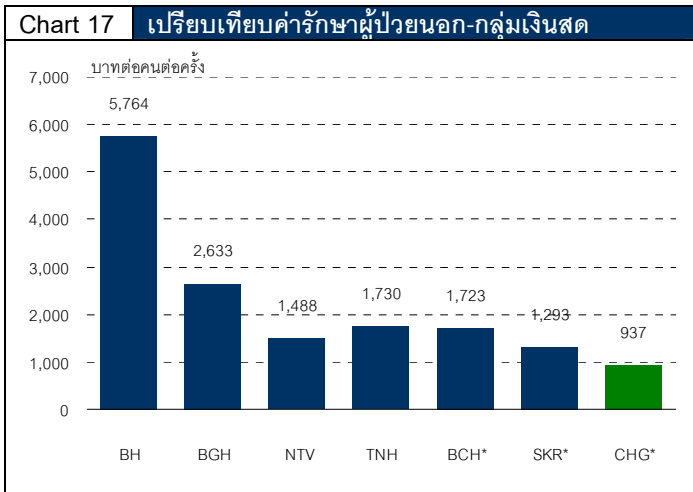
ทั้งนี้ในปี 2555 CHG มีกำไรสุทธิที่ 335 ล้านบาท เติบโตในอัตราสูงถึง 95.6%YoY ซึ่งมีแรงหนุนหลักมาจากรายได้ค่าบริการรวมที่เพิ่มขึ้น 31.5%YoY แบ่งเป็น 1) รายได้ผู้ป่วยกลุ่มประกันสังคม (คิดเป็นสัดส่วน 44% ของรายได้รวม) เติบโต 42.5%YoY จากผลของการปรับรูปแบบจ่ายเงินของผู้ป่วยในจากเหมาจ่ายเป็นตามความรุนแรงของโรคตั้งแต่ต้นปี อีกทั้งยังมีจำนวนผู้ประกันตนเพิ่มขึ้น 4.6%YoY และ 2) รายได้ผู้ป่วยกลุ่มเงินสดโต 24.5%YoY จากการมีจำนวนผู้ป่วยเพิ่มขึ้น 11%YoY หลังเพิ่มกำลังให้บริการด้วยการเพิ่มแพทย์และศูนย์เฉพาะทาง อีกทั้งค่าบริการเฉลี่ยต่อครั้งยังเพิ่มขึ้น 12%YoY หลังขึ้นค่าบริการและมีอัตราเข้ารักษาโรคซับซ้อนเพิ่มขึ้น นอกจากนี้อันสังคของการปรับรูปแบบจ่ายเงินของโครงการประกันสังคมและการเข้ามารักษาด้วยโรครุนแรงที่เพิ่มขึ้น ยังทำให้มีอัตรากำไรขั้นต้นสูงขึ้นจาก 30.6% ในปี 2554 เป็น 35.7% ส่วน SG&A (excl. depre)/Sales แม้จะสูงขึ้นจาก 7.0% ในปี 2554 เป็น 7.3% จากขึ้นเงินเดือนและเพิ่มบุคลากร รวมทั้งค่าสาธารณูปโภค แต่ยังคงถูกชดเชยได้จากอัตรากำไรขั้นต้นที่เหลือ 23%

Table 2		CHG – Quarterly Results											
Quarterly Breakdown (Bt mn)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	%YoY	%QoQ	2011	2012	%YoY
Revenue	322	340	377	378	414	428	495	526	39.3%	6.2%	1,417	1,863	31.5%
COGS	-233	-241	-256	-253	-288	-305	-329	-276	9.4%	(16.0%)	-983	-1,198	21.8%
Gross profit	89	99	121	125	126	123	167	250	99.7%	50.0%	434	665	53.4%
SG&A (excl. depre)	-23	-22	-27	-28	-33	-30	-39	-33	20.7%	(14.6%)	-100	-135	35.9%
Other incomes	3	2	2	3	2	3	3	3	5.6%	0.7%	10	11	8.9%
Other expenses	0	0	0	0	0	0	0	0			0	0	
EBIT	45	55	72	75	71	70	105	194	157.8%	85.2%	345	541	57.1%
Depreciation & Amortization	-24	-24	-25	-25	-25	-25	-26	-26	2.1%	(0.9%)	-98	-102	4.2%
EBITDA	68	79	97	100	95	96	131	220	118.7%	68.0%	247	439	78.0%
Interest Expense	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-0	0	104.4%	(119.7%)	-3	-2	(46.0%)
Fx gain (loss)	0	0	0	0	0	0	0	0			0	0	
Extraordinary Items	0	0	0	0	0	0	0	0			0	0	
EBT	44	54	71	75	70	70	105	194	159.9%	85.4%	244	438	79.4%
Tax	-13	-16	-22	-21	-17	-16	-25	-45	108.6%	80.2%	-73	-103	41.4%
Minority	0	0	0	0	0	0	0	0			0	0	
Net profit	31	38	50	53	53	54	80	149	180.6%	87.1%	171	335	95.6%
Normalized profit	31	38	50	53	53	54	80	149	180.6%	87.1%	171	335	95.6%
EPS (Bt)	0.03	0.04	0.06	0.06	0.06	0.06	0.09	0.17	180.6%	87.1%	0.19	0.38	95.6%
Normalized EPS (Bt)	0.03	0.04	0.06	0.06	0.06	0.06	0.09	0.17	180.6%	87.1%	0.19	0.38	95.6%
Key ratios													
Gross margin	27.6%	29.1%	32.1%	33.1%	30.5%	28.7%	33.6%	47.5%			30.6%	35.7%	
SG&A (excl. depre)/Sales	7.2%	6.5%	7.1%	7.3%	8.0%	7.0%	7.9%	6.3%			7.0%	7.3%	
EBITDA margin	21.2%	23.2%	25.6%	26.6%	23.1%	22.3%	26.4%	41.7%			17.4%	23.6%	
EBIT margin	13.9%	16.1%	19.1%	19.9%	17.1%	16.4%	21.1%	36.8%			24.3%	29.0%	
Effective tax rate	30.3%	30.1%	30.3%	28.8%	24.5%	22.9%	23.8%	23.1%			29.8%	23.5%	
Net margin	9.5%	11.1%	13.2%	14.1%	12.7%	12.6%	16.1%	28.3%			12.1%	18.0%	
Net margin - normalized	9.5%	11.1%	13.2%	14.1%	12.7%	12.6%	16.1%	28.3%			12.1%	18.0%	

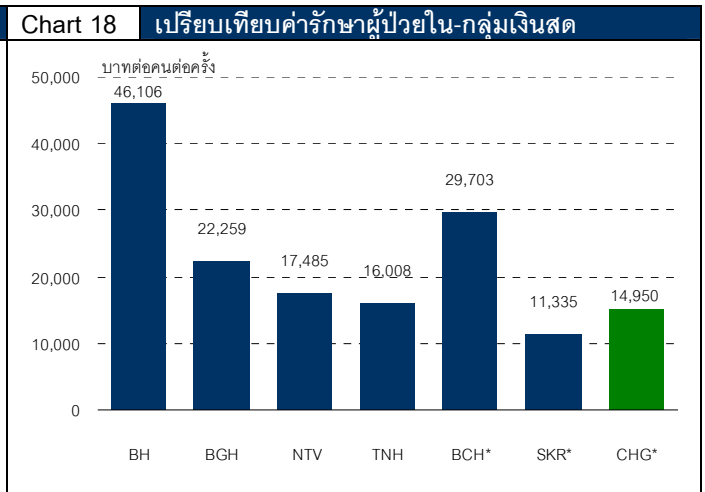
Source: Company, Trinity Research.

■ ปี 2556 คาดสดใส...จากอุปสงค์ที่ขยายตัวและจุดเด่นด้านทำเลที่ตั้ง :

ปี 2556 คาด CHG จะมีรายได้ค่าบริการรวมเติบโต 16%YoY เนื่องจาก 1) ด้วยกลยุทธ์ที่เน้นคุณภาพการรักษาที่ได้มาตรฐานในราคาที่ยุติธรรม จึงทำให้ CHG มีค่าบริการเฉลี่ยทั้ง OPD และ IPD ค่อนข้างถูกกว่า ร.พ. คู่แข่งในพื้นที่ใกล้เคียงกัน เช่น TNH, SKR (ดังกราฟด้านล่าง) นอกจากนี้ด้วยจุดแข็งด้านทำเลที่ตั้งทำให้คาดได้ประโยชน์จากการขยายตัวของที่พักอาศัย บริษัท และโรงงานต่างๆ เมื่อบวกกับการเพิ่มกำลังให้บริการและขยายขอบเขตการรักษาโรคเฉพาะทางที่มีความซับซ้อนสูง จึงคาดรายได้กลุ่มเงินสดจะเติบโต 20%YoY

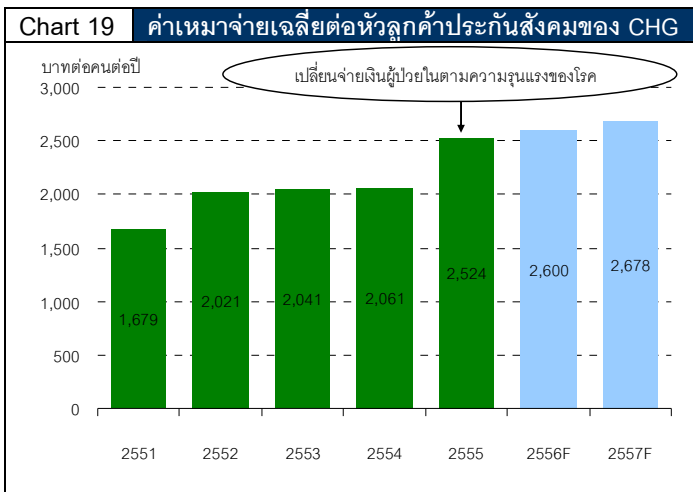


Source: Company, Trinity Research.

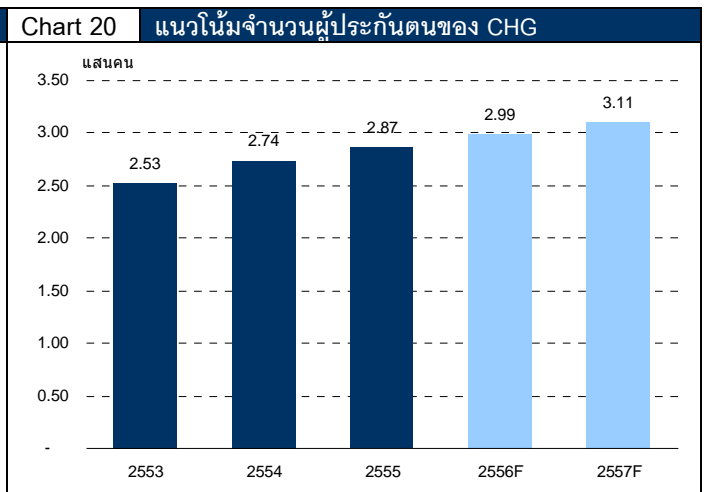


Source: Company, Trinity Research

และ 2) ผู้ป่วยกลุ่มประกันสังคม แม้ปี 2556 จะไม่มีการปรับขึ้นค่าเหมาจ่ายรายหัวผู้ป่วยนอก แต่การเพิ่มขึ้นของจำนวนผู้ประกันตนเฉลี่ยราวปีละ 4% และการเปลี่ยนนโยบายหันมาจ่ายเงินผู้ป่วยในเป็นตามความรุนแรงของโรคซึ่งสอดคล้องกับที่ CHG ขยายขอบเขตให้บริการโรครุนแรง คาดจะทำให้การเข้าร่วมโครงการประกันสังคมยังสามารถสร้างผลกำไร (อัตรากำไรขั้นต้นราว 25-30%) และก่อให้เกิดการประหยัดจากขนาด (Economic of Scale) ในการใช้บุคลากรและเครื่องมือทางการแพทย์ที่มีอยู่ได้อย่างมีประสิทธิภาพ จึงทำให้คาดรายได้จากประกันสังคมจะยังเติบโตได้อย่างน้อย 10%YoY



Source: Company, Trinity Research.



Source: Company, Trinity Research

ทั้งนี้จากการเติบโตของรายได้ค่ารักษาโดยรวม บวกกับ อัตรากำไรขั้นต้นมีแนวโน้มดีขึ้นจากการเพิ่มศูนย์เฉพาะทางและการเน้นลูกค้ากลุ่มเงินสดเพิ่มขึ้น (กลุ่มเงินสดมีอัตรากำไรขั้นต้น 40-45%) อีกทั้ง CHG มีการควบคุมค่าใช้จ่ายที่มีประสิทธิภาพ และยังได้รับสิทธิประโยชน์อัตราภาษีนิติบุคคลลดเหลือ 20% จึงทำให้เราคาดว่าปี 2556 CHG จะมีกำไรสุทธิที่ 405 ล้านบาท เติบโต 20.7%YoY แต่หากคิดเป็น Fully Diluted EPS จะอยู่ที่ 0.37 บาท ลดลง 3.4%YoY เพราะหลังขายหุ้น IPO จะทำให้มีหุ้นเรียกชำระแล้วเพิ่มจาก 880 ล้านหุ้น ณ สิ้นปี 2555 เป็น 1,100 ล้านหุ้น ณ สิ้นปี 2556 หรือเกิด Dilution Effect 20%

■ **โครงการในอนาคต:**

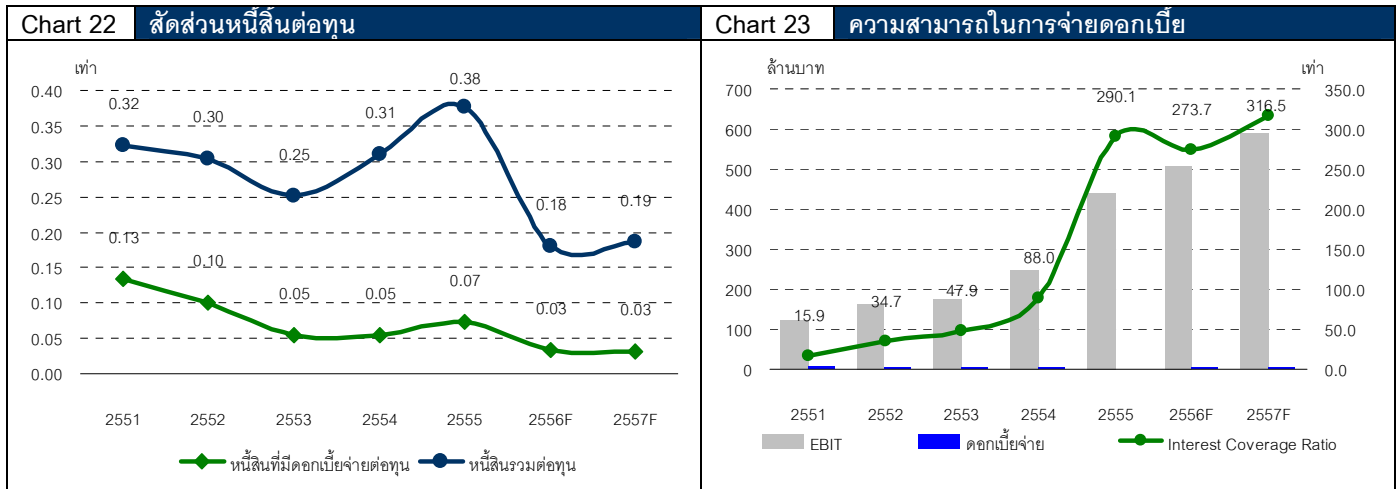
เพื่อรองรับจำนวนผู้ป่วยที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในทำเลที่ตั้งของกิจการ ร.พ. ที่มีอยู่เดิม จึงทำให้ CHG มีโครงการเพิ่มกำลังให้บริการ โดยมีรายละเอียดด้านตาราง ทั้งนี้ภายหลังจากการก่อสร้างส่วนต่อขยาย ร.พ. จุฬารัตน์ 11 และจุฬารัตน์ 3 รวมทั้งสร้าง ร.พ. ใหม่ซึ่งใกล้เคียงกับ ร.พ. จุฬารัตน์ 9 แล้วเสร็จ จะทำให้สิ้นปี 2559 CHG มีกำลังให้บริการผู้ป่วยนอกและผู้ป่วยในเพิ่มขึ้นจากปัจจุบันราว 36% และ 43% ตามลำดับ ซึ่งคาดว่าจะเพียงพอรองรับจำนวนผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นเฉลี่ยปีละ 10% ได้อีกอย่างน้อย 5 ปี



Source : Company reports

■ **หลังขายหุ้น IPO ฐานะการเงินยังคงแข็งแกร่ง :**

CHG จัดเป็นอีกบริษัทหนึ่งในกลุ่ม ร.พ. ที่มีฐานะการเงินแข็งแกร่ง โดยสิ้นปี 2555 มีสัดส่วนหนี้สินที่มีดอกเบี้ยจ่ายต่อทุน (Interest bearing debt/Equity) เพียง 0.07 เท่า และยังมีเงินสดดำเนินงานสม่ำเสมอเฉลี่ยปีละ 400 ล้านบาท ซึ่งเพียงพอรองรับการจ่ายคืนหนี้เงินกู้สถาบันการเงิน (OD) ที่มีอยู่ 82 ล้านบาท และยังสามารถรองรับการจ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอตามนโยบายบริษัทที่กำหนดไว้ไม่เกิน 50% ของกำไรสุทธิ องค์กรที่ดีเนื่องจาก CHG มีโครงการลงทุนเพิ่มกำลังให้บริการเพื่อรองรับอุปสงค์ที่ขยายตัว ซึ่งต้องใช้เงินทุนราว 950 ล้านบาท จึงทำให้บริษัทจำเป็นต้องเงินส่วนหนึ่งจากการขาย IPO ในครั้งนี้ไปใช้ลงทุน ส่วนที่เหลือจึงจะนำมาใช้หมุนเวียนในกิจการ



Source: Company, Trinity Research.

■ นโยบายจ่ายปันผล :

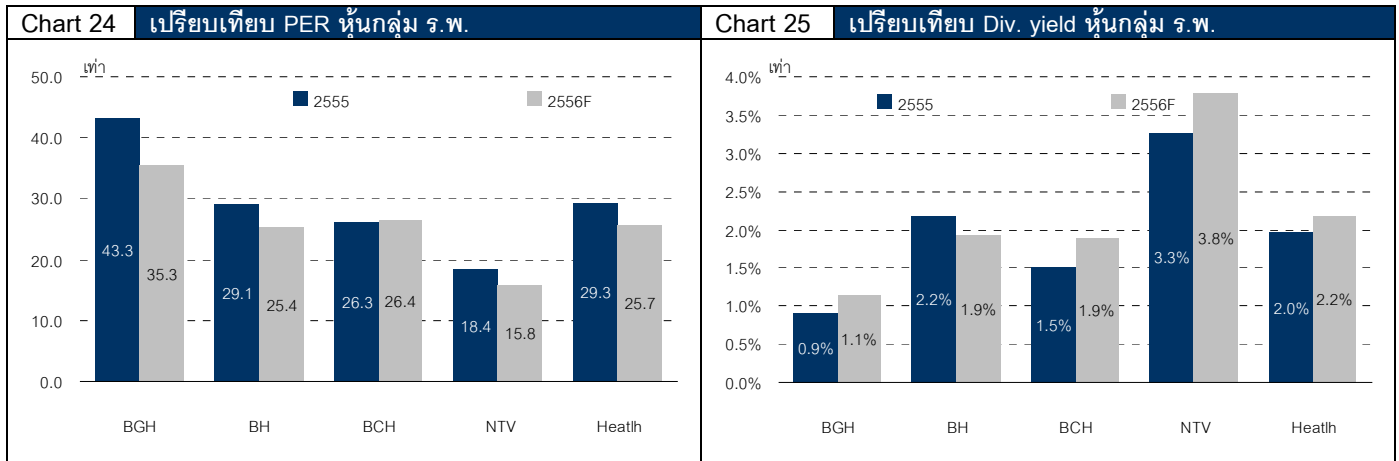
บริษัทฯ มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในอัตราไม่ต่ำกว่าร้อยละ 50 ของกำไรสุทธิตามงบการเงินรวมของบริษัทฯ หลังหักเงินสำรองตามกฎหมายและเงินสำรองอื่นๆ แล้ว ทั้งนี้การจ่ายเงินปันผลดังกล่าวอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตามความเหมาะสม โดยจะขึ้นอยู่กับผลประกอบการ แผนการลงทุนขยายธุรกิจ ฐานะการเงิน สภาพคล่อง และความจำเป็นอื่นๆ ในอนาคต ฯ เห็นสมควร

■ การประเมินมูลค่าพื้นฐาน CHG :

เราประเมินมูลค่าพื้นฐานของ CHG ด้วยวิธีส่วนลดกระแสเงินสด (DCF) โดยกำหนด WACC ที่ 9.8% และมี Terminal Growth ที่ 3% ทำให้ได้ Total Equity Value ปี 2556 อยู่ที่ 1.01 หมื่นล้านบาท ซึ่งคิดเป็น PER ปี 2556 ที่ 25 เท่า ซึ่งถือว่าใกล้เคียงค่าเฉลี่ย PER ปี 2556 ของหุ้นกลุ่ม ร.พ. ปัจจุบันซึ่งซื้อขายกันอยู่ที่ 25.7 เท่า

Table 3		Key Assumptions				
Year End Dec (Btm)		2010A	2011A	2012A	2013F	2014F
OPD						
No. of OPD visits/day		1,396	1,515	1,689	1,841	2,006
Avg. OPD billing (baht)		783	834	937	1,030	1,133
IPD						
No. of IPD admid/day		64	75	83	90	99
Avg. IPD billing/ patient (baht/time)		12,815	13,371	14,950	16,445	18,089
Gross profit margin(%)		27.77%	30.61%	35.71%	36.00%	36.00%
SG&A/Sales (%)		14.38%	13.92%	12.73%	13.00%	13.00%

Source: Company, Trinity Research.



Source: Company, Trinity Research.

■ ปัจจัยความเสี่ยงที่สำคัญ :

- 1) ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายโครงการประกันสังคม : เนื่องจาก CHG มีรายได้ค่ารักษาสูงกว่า 44% ของรายได้ค่ารักษา รวม มาจากการให้บริการผู้ป่วยประกันสังคม ดังนั้นหากโครงการดังกล่าวมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายสุขภาพใดๆ ย่อมส่งผลกระทบต่อบริษัทอย่างไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้
- 2) ความเสี่ยงจากการขาดแคลนบุคลากรทางการแพทย์ : การดำเนินธุรกิจ ร.พ. จำเป็นต้องใช้บุคลากรที่มีความชำนาญเป็นพิเศษ ขณะที่การผลิตบุคลากรออกมาในตลาดแรงงานยังคงค่อนข้างต่ำ ประกอบกับ ธุรกิจมีแนวโน้มแข่งขันรุนแรงมากขึ้น โดยเฉพาะหลังเปิด AEC อาจมีคู่แข่งรายใหม่ในกลุ่มอาเซียนขยายขอบเขตการให้บริการมาในไทย จนเกิดการแย่งตัวบุคลากรอย่างหนักในอนาคตได้



CHULARAT HOSPITAL PUBLIC COMPANY LIMITED (CHG)

Income statement

Year End Dec (Btm)	2010A	2011A	2012A	2013F	2014F
Sales	1,229	1,417	1,863	2,153	2,493
Cost of good sold	(888)	(983)	(1,198)	(1,378)	(1,596)
Gross Profit	341	434	665	775	898
SG&A	(88)	(100)	(135)	(153)	(155)
Other Income	9	10	11	12	14
EBIT	173	247	439	508	587
Depreciation & Amortization	(89)	(98)	(102)	(127)	(169)
EBITDA	262	345	541	635	756
Financial Costs	(4)	(3)	(2)	(2)	(2)
Pretax Profit	170	244	438	506	585
Tax	(51)	(73)	(103)	(101)	(117)
Net Profit before minority	119	171	335	405	468
Less Minority Interest	0	0	0	0	0
Net Profit before Extra.	119	171	335	405	468
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Reported Net Profit	119	171	335	405	468
EPS (Bt)	2.71	3.91	0.38	0.37	0.43
Norm EPS (Bt)	2.71	3.91	0.38	0.37	0.43

Financial Position

Year End Dec (Btm)	2010A	2011A	2012A	2013F	2014F
Cash in hand & at banks	76	103	233	1,125	1,000
Accounts receivable -net	121	123	143	154	178
Inventories	39	60	65	72	83
Other current assets	77	121	203	236	273
Total Current Assets	314	406	645	1,587	1,534
Investments					
Property, Plant & Equipment	806	828	874	1,247	1,578
Others	8	15	28	31	34
Total Assets	1,127	1,249	1,546	2,865	3,146
Loans and O/D from banks	25	52	82	82	82
Account payable-trade	148	168	233	231	267
Current portion 1 yr L/T loans	20	0	0	0	0
Other current liabilities	30	62	90	105	122
Total Current Liabilities	223	282	405	418	471
Long-term liabilities	3	0	0	0	0
Other non current liabilities	0	14	18	21	24
Total Liabilities	226	296	423	439	495
Paid-up share capital	438	438	880	1,100	1,100
Premium on share capital	13	13	13	893	893
Retained earnings	370	302	230	433	658
Total Equity before MI	821	753	1,123	2,426	2,651
Minority Interest	0	0	0	0	0
Total Equity	821	753	1,123	2,426	2,651
Total Liabilities & Equity	1,047	1,049	1,546	2,865	3,146

Assumption

	2010A	2011A	2012A	2013F	2014F
OPD					
No. of OPD visits/day	1,396	1,515	1,689	1,841	2,006
Avg. OPD billing (baht)	783	834	937	1,030	1,133
IPD					
No. of IPD admid/day	64	75	83	90	99
Avg. IPD billing/ patient (baht/time)	12,815	13,371	14,950	16,445	18,089
Gross profit margin(%)	27.77%	30.61%	35.71%	36.00%	36.00%
SG&A/Sales (%)	14.38%	13.92%	12.73%	13.00%	13.00%

บริษัทหลักทรัพย์ ตรีเนิตี้ จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2801 9100 โทรสาร. 0-2801 9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่เป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีเนิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้ นักลงทุน ทำการซื้อขาย หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน



CHULARAT HOSPITAL PUBLIC COMPANY LIMITED (CHG)

Cash Flow Statement

Year End Dec (Btm)	2010A	2011A	2012A	2013F	2014F
Pre-tax profit	119	171	335	405	468
Depreciation	89	98	102	127	169
Non-cash items	54	77	116	(1)	0
Chg in working capital	(98)	(88)	(148)	(38)	(19)
CF from Operating	163	258	405	493	618
PPE	(76)	(120)	(147)	(500)	(500)
Other Assets	1	(6)	(1)	0	0
CF from Investment	(75)	(126)	(148)	(500)	(500)
Capital Increase	0	0	0	1,100	0
Debt raised/(repaid)	(38)	4	39	0	0
Dividend (incl. tax)	(71)	(107)	(165)	(201)	(243)
Other financing activities	(3)	(3)	(1)	0	0
CF from Financing	(113)	(106)	(127)	899	(243)
Inc.(Dec.) in cash	(24)	27	129	892	(125)
Beginning cash	117	118	119	233	1,125
Ending cash	76	103	233	1,125	1,000

Key Ratios

Year End Dec (Bt mn)	2010A	2011A	2012A	2013F	2014F
Per Share (Bt)					
EPS	2.71	3.91	0.38	0.37	0.43
DPS	2.06	2.59	0.23	0.22	0.26
BV	20.57	21.76	1.28	2.21	2.41
Liquidity Ratio (x)					
Current Ratio	1.41	1.44	1.59	3.80	3.26
Quick Ratio	1.23	1.23	1.43	3.62	3.08
Profitability Ratio (%)					
Gross Margin	27.77%	30.61%	35.71%	36.00%	36.00%
EBITDA Margin	21.30%	24.31%	29.05%	29.47%	30.32%
EBIT Margin	14.09%	17.42%	23.59%	23.57%	23.55%
Net Margin	9.67%	12.09%	17.99%	18.79%	18.78%
ROE	13.55%	18.49%	32.29%	22.80%	18.44%
Effective Tax Rate (%)	29.91%	29.78%	23.46%	20.00%	20.00%
Efficiency Ratio					
ROA	10.61%	14.42%	23.98%	18.35%	15.58%
ROFA	14.61%	20.32%	37.20%	31.66%	29.04%
Leverage Ratio (x)					
Debt to Equity	0.25	0.31	0.38	0.18	0.19
Debt Service Coverage	5.38	6.29	6.47	7.57	9.02
Interest Coverage Ratio	47.93	87.99	290.11	273.70	316.51
Growth					
Sales Growth	16.43%	15.30%	31.47%	15.58%	15.78%
EBITDA Growth	7.79%	31.57%	57.10%	17.27%	19.13%
Net Profit Growth	6.21%	44.17%	95.60%	20.73%	15.70%
EPS Growth	6.21%	44.17%	-90.26%	-3.42%	15.70%
Valuation					
EV/EBITDA (x)	14.95	11.29	14.35	13.96	11.88

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2801 9100 โทรสาร: 0-2801 9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่เป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้ นักลงทุน ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน





Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2012

ADVANC	BMCL	ICC	PS	SAMTEL	THAI						
AOT	BTS	IRPC	PSL	SAT	TIP						
ASIMAR	CPN	KBANK	PTT	SC	TIPCO						
BAFS	CSL	KK	PTTEP	SCB	TISCO						
BANPU	DRT	KTB	PTTGC	SCC	TKT						
BAY	EASTW	LPN	QH	SE-ED	TMB						
BBL	EGCO	MCOT	RATCH	SIM	TOP						
BCP	ERW	NKI	ROBINS	SIS	TSTE						
BECL	GRAMMY	NOBLE	RS	SNC	TTA						
BKI	HEMRAJ	PHOL	SAMART	SYMC							

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
Score Range	Number of Logo	Description
90 - 100		ดีเลิศ Excellent
80 - 89		ดีมาก Very Good
70 - 79		ดี Good
60 - 69		ดีพอใช้ Satisfactory
50 - 59		ผ่าน Pass
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A N/A

2S	BJC	DELTA	GLOW	LANNA	NCH	PM	SITHAI	TASCO	TMT	UAC	
ACAP	BROOK	DEMCO	GUNKUL	LH	NINE	PR	SMT	TCAP	TNITY	UMI	
AF	BWG	DTAC	HANA	LRH	NMG	PRANDA	SPALI	TCP	TNL	UP	
AIT	CENDEL	DTC	HMPRO	LST	NSI	PRG	SPCG	TFD	TOG	UPOIC	
AKR	CFRESH	ECL	HTC	MACO	OCC	PT	SPI	TFI	TPC	UV	
AMATA	CGS	EE	IFEC	MAKRO	OFM	PYLON	SPPT	THANA	TRC	VIBHA	
AP	CHOW	EIC	INTUCH	MBK	OGC	S & J	SSF	THCOM	TRT	VNT	
ASK	CIMBT	ESSO	ITD	MBKET	OISHI	S&P	SSSC	THIP	TRU	WACOAL	
ASP	CK	FE	IVL	MFC	PAP	SABINA	STANLY	THRE	TRUE	YUASA	
AYUD	CM	FORTH	JAS	MFEC	PDI	SAMCO	STEC	TIC	TSC	ZMICO	
BEC	CPALL	GBX	KCE	MINT	PE	SCCC	SUC	TICON	TSTH		
BFIT	CPF	GC	KGI	MODERN	PG	SCG	SUSCO	TIW	TTW		
BH	CSC	GFPT	KSL	MTI	PHATRA	SCSMG	SVI	TK	TUF		
BIGC	DCC	GL	L&E	NBC	PJW	SFP	SYNTEC	TLUXE	TVO		

AEONTS	ASIA	CIMBI	FNS	IRC	KWC	MDX	PL	ROJNA	SMIT	TF	TR	WG
AFC	BGT	CITY	FOCUS	IRCP	KWH	MJD	POST	RPC	SMK	TGCI	TTCL	WIN
AGE	BLA	CMO	FSS	IT	KYE	MK	PPM	SAM	SOLAR	THANI	TWFP	WORK
AH	BNC	CNS	GENCO	JMART	LALIN	MOONG	PREB	SCBLIF	SPC	TKS	TYCN	
AHC	BOL	CNT	GFM	JTS	LEE	MPIC	PRECHA	SCP	SPG	TMD	UBIS	
AI	BROCK	CPL	GLOBAL	JUBILE	LHBANK	MSC	PRIN	SEAFCO	SSC	TMI	UEC	
AJ	BSBM	CRANE	GOLD	JUTHA	LHK	NC	PSAAP	SENA	SST	TNH	UIC	
ALUCON	BTNC	CSP	HFT	KASET	LIVE	NNCL	PTL	SF	STA	TNPC	UMS	
AMANAHA	BUI	CSR	HTECH	KBS	LOXLEY	NTV	Q-CON	SGP	SVOA	TOPP	UOBKH	
APCO	CCET	CTW	HYDRO	KC	MAJOR	OSK	QLT	SIAM	SWC	TPA	UPF	
APCS	CEN	DRACO	IFS	KDH	MATCH	PAE	QTC	SIMAT	SYNEX	TPAC	US	
APRINT	CHUO	EASON	IHL	KIAT	MATI	PATO	RASA	SINGER	TBSP	TPCORP	UT	
ARIP	CI	EMC	ILINK	KKC	KBAX	PB	RCL	SIRI	TCB	TPIPL	VARO	
AS	CIG	EPCO	INET	KTC	M-CHAI	PICO	RICH	SKR	TEAM	TPP	WAVE	

Disclaimer

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในในการประเมิน

อนึ่งผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179/109-110 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2801-9100 โทรสาร 0-2801-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการ เปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน