

7 ธันวาคม 2560

THG

การแพทย์

บมจ. ธนบุรี เฮลท์แคร์ กรุ๊ป

Current	Previous	IPO Price
--	--	38.00

2018 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2016
47.00	+23.7	N/A	N/R

IPO details

ผู้ออกหลักทรัพย์	THG
จำนวนหุ้น IPO (ล้านหุ้น)	85 ล้านหุ้น
ราคาเสนอขาย (บาท)	38.00
มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (บาท)	1.00
ระยะเวลาจองซื้อ	27-29 พ.ย. 2017
วันที่เริ่มทำการซื้อขาย	7 ธ.ค. 2017
แกนนำการจัดจำหน่าย	บล.ธนชาต
ที่ปรึกษาทางการเงิน	ธนาคารไทยพาณิชย์

การเติบโตครั้งใหญ่กำลังเกิดขึ้นกับ THG

เรามองว่า THG กำลังอยู่ในช่วงของการเติบโตครั้งใหญ่โดยคาดการณ์ว่ากำไรสุทธิช่วงปี 2018-2020 เติบโต 47.5% CAGR ได้รับอานิสงส์จากความต้องการบริการทางการแพทย์ที่ยังเป็นขาขึ้นต่อเนื่อง แรงหนุนจากธุรกิจรับจ้างเหมาบริหารทางการแพทย์ และโดยเฉพาะอย่างยิ่งการลงทุนโครงการใหม่ๆ ที่จะทยอยแล้วเสร็จ ซึ่งเรามองว่าสามารถตอบโจทย์ความต้องการของผู้บริโภคได้ดีและเป็นประโยชน์ต่อ THG ในแง่ของ Capacity ที่เพิ่มขึ้นในอนาคต เราประเมินราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานปี 2018 ได้ที่ 47 บาท

THG ดำเนินธุรกิจการแพทย์ครบวงจรทั้งธุรกิจโรงพยาบาล ธุรกิจรับจ้างเหมาบริหารทางการแพทย์ ธุรกิจจำหน่ายผลิตภัณฑ์และเวชภัณฑ์ทางการแพทย์ และล่าสุดกำลังต่อยอดในส่วนธุรกิจ Healthcare Solution Provider

อุตสาหกรรมเป็นขาขึ้นและ THG มีความเป็นเลิศในด้านการรักษา

เราเชื่อว่า THG เป็นหนึ่งในผู้ได้รับอานิสงส์จากอุตสาหกรรมทางการแพทย์ที่คาดว่าจะเติบโตต่อเนื่องจากสังคมไทยที่กำลังก้าวเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ และจากสถิติในช่วง 10 ปีที่ผ่านมาพบว่าความต้องการบริการทางการแพทย์เติบโตสูงกว่า GDP ราว 1.5 เท่าตัว โดย THG มีความพร้อมที่จะรองรับทั้งในด้านขีดความสามารถและคุณภาพของการรักษาที่เป็นเลิศอันดับต้นๆของประเทศในขณะนี้ราคายังต่ำกว่าคู่แข่งในระดับเดียวกัน ซึ่งหมายถึงช่องว่างและโอกาสในการเติบโตในอนาคต

การลงทุนใหม่หนุนการเติบโตระยะยาวและตอบโจทย์ผู้บริโภค

THG มีแผนลงทุนขยายโรงพยาบาลหลักทั้ง 2 แห่งในกรุงเทพฯ โดยภายในปี 2020 คาดว่าจะมี Capacity OPD และ IPD เพิ่มขึ้นจากสิ้นปี 2016 45.5% และ 17.4% ตามลำดับ นอกจากนี้ล่าสุดได้เข้าซื้อศูนย์การคำ SOHO เพื่อปรับปรุงเป็นโรงพยาบาล ศูนย์ฟื้นฟูสุขภาพ ธนบุรี (ถนนบำรุงเมือง) เพื่อใช้สำหรับรับส่งต่อผู้ป่วยที่ผ่านการรักษาหนักมาแล้ว ทำให้เสมือนมี Capacity ในการรองรับผู้ป่วยใหม่เพิ่มขึ้นในโรงพยาบาลหลัก และภายในโครงการจะมีคลินิกและศูนย์แพทย์เฉพาะทางด้านต่างๆ ให้บริการเพิ่มเติม ขณะที่โครงการ Jin Wellbeing County คาดว่าจะตอบโจทย์พฤติกรรมผู้บริโภคในปัจจุบันที่เป็นครอบครัวเดี่ยวมากขึ้น ใส่ใจสุขภาพมากขึ้น และการไม่ยอมเป็นภาระของลูกหลานในอนาคต

คาดการณ์กำไรเติบโตเฉลี่ย 47.9% CAGR ในช่วงปี 2018-2020

เราคาดว่ากำไรสุทธิปี 2017 ของ THG ที่ 512 ลบ. +0.3% Y-Y จากผลกระทบของโรคระบาดและการบริโภคในประเทศที่ชะลอตัว รวมถึงอยู่ในช่วงของการลงทุนในหลายๆ โครงการ อย่างไรก็ตามเราคาดว่า THG จะกลับเข้าสู่ช่วงการเติบโตครั้งใหญ่ในช่วงปี 2018-2020 ซึ่งเราคาดว่ากำไรสุทธิจะเติบโตเฉลี่ย 47.5% CAGR ขับเคลื่อนจากธุรกิจโรงพยาบาลเดิมที่กลับมาเติบโตในระดับปกติ แรงหนุนจากธุรกิจการรับจ้างบริหารจัดการทั้งไทยและต่างประเทศ และโดยเฉพาะอย่างยิ่งการลงทุนใหม่ๆ ที่จะทยอยแล้วเสร็จและเริ่มรับรู้รายได้

ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2018 ที่ 47 บาท

เราประเมินมูลค่าของ THG ตามปัจจัยพื้นฐานอิงวิธี Sum of the Part โดยธุรกิจหลักใช้วิธี DCF (WACC 8% Terminal Growth 3%) บวกกับมูลค่าตามบัญชีของที่ดินเปล่า ได้ราคาเหมาะสมได้ที่ 47 บาท โดยเทียบเท่า PE ปี 2018 ที่ราว 46.9 เท่าและคิดเป็น PEG เทียบกับการเติบโตเฉลี่ยปี 2018-2020 ราว 0.98 เท่า

Consolidated earnings

(Bt mn)	2015	2016	2017E	2018E
Normalized profit	552	511	512	851
Net profit	552	511	512	851
EPS (Bt)-Norm	0.82	0.67	0.60	1.00
EPS (Bt)	0.82	0.67	0.60	1.00
% EPS growth	-9.1	-17.9	-9.8	66.1
Dividend (Bt)	1.20	0.27	0.24	0.40
BV/share (Bt)	2.7	6.5	10.0	10.7
EV/EBITDA (x)	26.3	30.1	32.2	22.1
PER (x) - Norm	46.6	56.8	63.0	37.9
PER (x)	46.6	56.8	63.0	37.9
PBV(x)	14.1	5.9	3.8	3.5
Dividend yield (%)	3.2	0.7	0.6	1.1
ROE	34.0	15.1	7.6	9.7
YE No. of shares (mn)	677.0	764.1	849.1	849.1
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

Source: Company data, FSS estimates

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัท ธนบุรี เฮลท์แคร์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

Analyst: Veeravat Virochpoka
Register No.: 047077
Tel: 0-2646-9821
Email: veeravat.v@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

ภาพรวมการประกอบธุรกิจ

บริษัท ธนบุรี เฮลท์แคร์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) หรือ “THG” ดำเนินธุรกิจทางด้านการแพทย์ครบวงจร โดยสามารถแบ่งออกเป็น 3 กลุ่มธุรกิจหลัก ได้แก่

- (1) ธุรกิจให้บริการทางการแพทย์ – รักษาพยาบาล โดยแบ่งเป็น 4 รูปแบบ คือ
 - a. ธุรกิจรักษาพยาบาลในประเทศไทย – โรงพยาบาลเอกชนในกรุงเทพฯ 2 แห่ง ได้แก่ โรงพยาบาลธนบุรี, โรงพยาบาลธนบุรี 2 และโรงพยาบาลเอกชนในต่างจังหวัด 3 แห่ง ได้แก่ โรงพยาบาลราษฎร์ยินดี, โรงพยาบาลอุบลรักษ์ธนบุรี และโรงพยาบาลสิริเวช
 - b. ธุรกิจรักษาพยาบาลในต่างประเทศ – โรงพยาบาล Welly (สาธารณรัฐประชาชนจีน) จัดตั้งโดย Weihai Welly Hospital Company Limited (เดิมชื่อ Weihai Thonburi Healthcare Investment Company Limited) ซึ่งได้ร่วมทุนกับ WEGO Holding Company Limited
 - c. ธุรกิจโรงพยาบาล ศูนย์ฟื้นฟูสุขภาพ ธนบุรี (ถนนบำรุงเมือง) – ศูนย์พยาบาลและกายภาพบำบัดสำหรับผู้ป่วยฟื้นฟูหรือผู้ป่วยที่ไม่ต้องอยู่ในความดูแลของแพทย์อย่างใกล้ชิด รวมถึงคลินิกและศูนย์แพทย์เฉพาะทางด้านต่างๆ
 - d. ธุรกิจรับจ้างเหมาบริการทางการแพทย์ – โรงพยาบาลเมืองพัทยา, โรงพยาบาลองค์การบริหารส่วนจังหวัดภูเก็ต, ศูนย์แพทย์ชุมชนนานาชาติเกาะล้านและโรงพยาบาลถงเหอ (สาธารณรัฐประชาชนจีน)
 - e. ธุรกิจศูนย์แพทย์เฉพาะทาง – รับจ้างเหมาบริหารศูนย์หัวใจให้กับบริษัท โรงพยาบาลภัทร จำกัด และโรงพยาบาลบางพลี จังหวัดสมุทรปราการ ปัจจุบันเปิดให้บริการคลินิกศูนย์หัวใจ โรงพยาบาลธนบุรี 2 เพิ่มอีก 1 แห่ง
- (2) ธุรกิจ Healthcare Solution Provider
 - a. ธุรกิจ Home Healthcare – บริการดูแลรักษาทางการแพทย์ถึงบ้านแบบองค์รวม
 - b. ธุรกิจจำหน่ายผลิตภัณฑ์ เครื่องเวชภัณฑ์ เคมีภัณฑ์และเครื่องมือเครื่องใช้ทางการแพทย์ – บริษัททันตสยาม จำกัด ดำเนินการจำหน่ายผลิตภัณฑ์ทันตกรรมครบวงจร และร้านขายยา Apex Health Care
 - c. ธุรกิจการให้การบริบาลและบ้านพักผู้สูงอายุ Senior Care and Living – อยู่ในโครงการ Jin Wellbeing County
- (3) ธุรกิจอื่นๆ
 - a. ธุรกิจพัฒนาระบบซอฟต์แวร์เพื่อการบริหารโรงพยาบาล
 - b. ธุรกิจพัฒนาโครงการที่เกี่ยวข้องกับบริการด้านการแพทย์และสุขภาพ

ซึ่งโครงสร้างการถือหุ้นของ THG บริษัทย่อยและบริษัทร่วมต่างๆสามารถดูได้ดังรูป

Company Structure



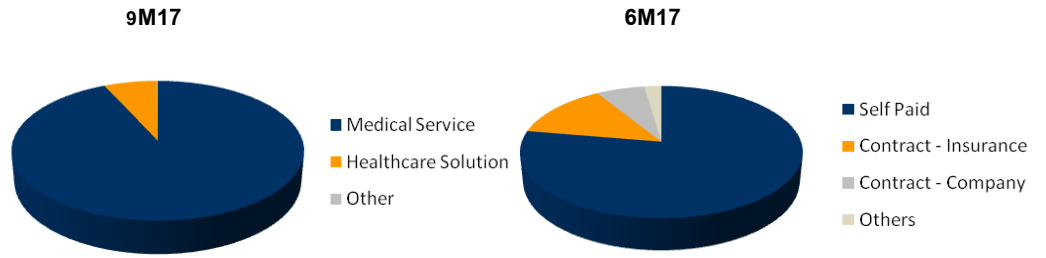
Source: THG

โครงสร้างรายได้

ในช่วง 4 ปีที่ผ่านมา โครงสร้างรายได้ส่วนใหญ่ของ THG จะมาจากธุรกิจบริการทางการแพทย์จากการให้บริการของโรงพยาบาลธนบุรี โรงพยาบาลธนบุรี 2 และโรงพยาบาลรามฎารัตน์ โดยล่าสุดช่วง 9M17 มีสัดส่วนถึง 93.1% ของรายได้รวม รองลงมาเป็นธุรกิจ Healthcare Solution Provider คิดเป็นสัดส่วนราว 6.7% ซึ่งเกิดจากธุรกิจจำหน่ายผลิตภัณฑ์ เวชภัณฑ์และเครื่องมือแพทย์ของทันตสยาม แต่จากแผนการขยายธุรกิจในอนาคตคาดว่าจะสัดส่วนรายได้ในส่วนนี้จะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยยะตั้งแต่ปี 2018 เป็นต้นไป ขณะที่ส่วนที่เหลืออีกเล็กน้อยราว 0.2% มาจากธุรกิจอื่นๆ คือ ธุรกิจพัฒนาระบบ Software เพื่อบริหารโรงพยาบาล

สำหรับธุรกิจให้บริการทางการแพทย์ในส่วนของโรงพยาบาลที่อยู่ในกรุงเทพฯ (ธนบุรีและธนบุรี 2) หากจำแนกตามประเภทของวิธีการชำระเงินพบว่าสัดส่วนที่มากที่สุดราว 78% ของรายได้ยังมาจากการจ่ายเงินด้วยตัวเอง รองลงมาเป็นการจ่ายจากคู่สัญญากับบริษัทประกันคิดเป็นสัดส่วนราว 14% และคาดว่าจะมีสัดส่วนเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในอนาคตจากพฤติกรรมผู้บริโภคในปัจจุบันที่นิยมซื้อประกันสุขภาพมากขึ้น อันดับที่ 3 คือการจ่ายเงินจากคู่สัญญากับบริษัททั่วไปคิดเป็นสัดส่วน 6% และส่วนที่เหลือมาจากการจ่ายผ่านประเภทอื่นๆ

Revenue Breakdown



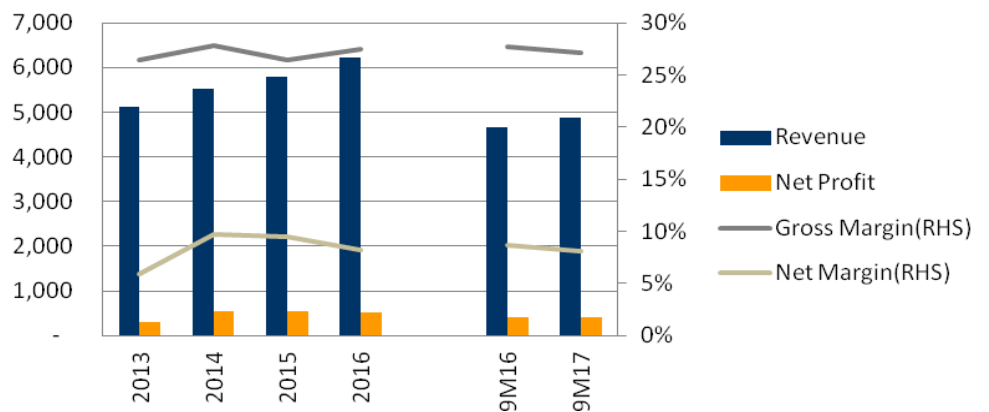
Source: Company Data

ผลการดำเนินงานในอดีต

ในช่วง 4 ปีที่ผ่านมา THG มีผลการดำเนินงานเติบโตอย่างต่อเนื่อง โดยในแง่รายได้เติบโตเฉลี่ย 6.8% CAGR ขณะที่กำไรสุทธิมีการเติบโตในอัตราที่สูงกว่ารายได้ที่ 19.3% CAGR ซึ่งได้แรงหนุนจาก Margin ที่ขยายตัวทั้งจากการควบคุมต้นทุนภายในที่มีประสิทธิภาพรวมถึงการได้ประโยชน์จาก Economy of Scale โดยในส่วนของ Gross Margin ปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 26.4% ในปี 2013 ขึ้นเป็น 27.5% ในปี 2016 ขณะที่สัดส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อรายได้ปรับตัวลดลงจาก 16.1% ในปี 2013 เหลือ 13.7% ในปี 2016 อย่างไรก็ตามในฝั่งของ Net Margin แม้จะไต่ระดับเพิ่มจาก 5.9% ในปี 2013 เป็น 9.5-9.8% ในปี 2014-2015 แต่อ่อนตัวลงเหลือ 8.2% ในปีที่ผ่านมา เนื่องจากมีการรับรู้ส่วนแบ่งขาดทุนจากโครงการ JV ที่ได้ร่วมลงทุนในโรงพยาบาล Welly ในประเทศจีนตั้งแต่ช่วงเดือน เม.ย. ปี 2016 ส่งผลให้กำไรสุทธิในปี 2016 หดตัวลงเหลือ 511 ลบ. -7.4% Y-Y

ล่าสุดในช่วง 9M17 THG มีรายได้จากการดำเนินงานรวมเติบโต 4.6% Y-Y ซึ่งถือว่าชะลอตัวลงจากค่าเฉลี่ยในอดีตเนื่องจากได้รับผลกระทบจากโรคระบาดที่น้อยลงกว่าปีก่อน การบริโภคที่ชะลอตัว รวมถึงโรงพยาบาลราษฎร์ยินดีถูกระทบจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายของบริษัทประกันแห่งหนึ่งที่ให้ลูกค้าสำรองจ่ายเองก่อน ซึ่งปัญหานี้ได้รับการแก้ไขแล้วใน 3Q17 และยังคงรับรู้ผลขาดทุนที่เพิ่มขึ้นของโรงพยาบาล Welly เนื่องจากอยู่ในช่วงการลงทุน ส่งผลให้กำไรสุทธิหดตัวลงเหลือ 396 ลบ. -2.2% Y-Y โดยมี Net Margin หดตัวลงเหลือ 8.1% จาก 8.7% ในช่วงเดียวกันของปีก่อน

Revenue, Net Profit, Gross Margin and Net Margin



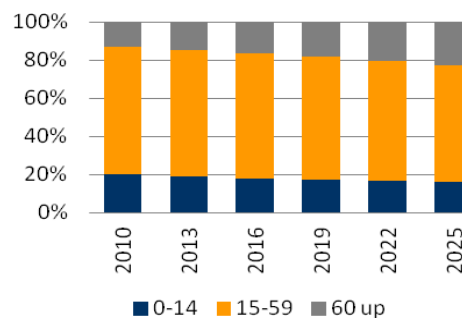
Source: Company Data

ประเด็นการลงทุนและคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

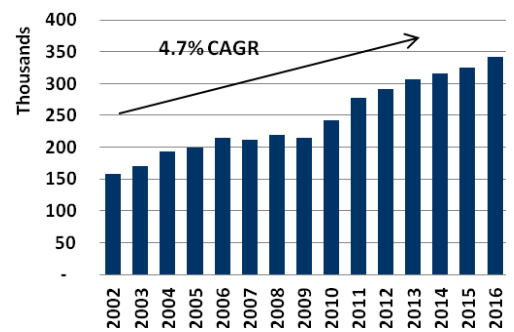
ได้รับอานิสงส์จากความต้องการบริการทางการแพทย์ที่ยังเติบโตต่อเนื่อง

อุตสาหกรรมทางการแพทย์ยังอยู่ในช่วงของการเติบโตรอบใหญ่จากสังคมไทยที่กำลังก้าวเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ หากอ้างอิงประมาณการของ NESDB สัดส่วนผู้ที่มีอายุ 60 ปีขึ้นไปคาดว่าจะเพิ่มจาก 17.1% ในปี 2017 เป็น 19.1% และ 22.8% ในปี 2020 และ 2025 ตามลำดับ ซึ่งหมายถึงโรคภัยไข้เจ็บที่ตามมาและจะหนุนความต้องการบริการทางการแพทย์ให้เพิ่มขึ้นต่อเนื่องในระยะยาว หากดูจากตัวเลขค่าใช้จ่ายด้านสุขภาพของคนไทยในช่วง 10 ปีที่ผ่านมาพบว่ามี การเติบโตแข็งแกร่งต่อเนื่อง 4.7% CAGR สูงกว่าการเติบโตของ GDP ที่เติบโตราว 3.2% CAGR อยู่ราว 1.5 เท่าตัว ซึ่งเรามองว่า THG เป็นหนึ่งในผู้ได้ประโยชน์เนื่องจากมีความพร้อมในด้านขีดความสามารถ และคุณภาพของการรักษาที่เป็นเลิศอันดับต้นๆ ของประเทศ โดยเป็นรองแค่เพียงโรงพยาบาลชั้นนำของภาครัฐที่เป็นโรงเรียนแพทย์ เช่น จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย และศิริราชเท่านั้น และหากเปรียบเทียบกับโรงพยาบาลเอกชนชั้นนำอื่นๆ THG ถือว่ายังมีข้อได้เปรียบในแง่ของราคาที่ต่ำกว่า ซึ่งหมายถึงโอกาสในการเติบโตในอนาคตทั้งในแง่ของการเป็นจุดดึงดูดลูกค้า รวมถึงโอกาสในการปรับเพิ่มอัตราค่าบริการรักษาตามความเหมาะสมของตลาดและความซับซ้อนของโรคในอนาคต

Population by Age



Thailand Healthcare Expenditure Growth



Source: NESDB

ธุรกิจรับจ้างเหมาบริการทางการแพทย์และศูนย์แพทย์เฉพาะทางเป็นอีกปัจจัยหนุนการเติบโต

THG มีธุรกิจที่ถือเป็นจุดเด่นคือธุรกิจรับจ้างเหมาบริการทางการแพทย์และศูนย์แพทย์เฉพาะทาง ล่าสุดได้รับจ้างบริหารโรงพยาบาล ศูนย์แพทย์ชุมชน และศูนย์แพทย์เฉพาะทางรวมทั้งสิ้น 6 แห่งในประเทศไทย ซึ่งในปี 2016 สร้างรายได้ในสัดส่วนราว 10.2% ของรายได้จากการดำเนินงานทั้งหมด อย่างไรก็ตามรายได้ในส่วนดังกล่าวเริ่มมีบทบาทมากขึ้นจากการขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศโดย THG ได้มีการเซ็น MOU กับโรงพยาบาลถงเหอ ประเทศจีนซึ่งมีมูลค่า 6-9 ล้านดอลลาร์ และล่าสุดได้ร่วมลงทุนกับพันธมิตรท้องถิ่นในพม่าเพื่อก่อสร้างโรงพยาบาล Ar Yu International Hospital โดย THG จะเข้าไปถือหุ้นในสัดส่วนเริ่มต้น 10% อย่างไรก็ตามฝ่ายจัดการอยู่ระหว่างการเสนอเรื่องเพิ่มสัดส่วนการลงทุนเป็น 40% (สามารถดูรายละเอียดเพิ่มเติมได้ในหนังสือชี้ชวน) นอกจากนี้ยังได้ทำสัญญาจ้างเป็นที่ปรึกษาให้กับบริษัท Inter Health Saudi โดยดำเนินการศึกษาแบบองค์รวมทั้งระบบให้กับ King Saud University Endowment Hospital ที่ซาอุดีอาระเบีย โดยจะได้รับค่าที่ปรึกษาจำนวน US\$2.8 ล้านดอลลาร์ซึ่งจะรับรู้รายได้ในปี 2017-2018 เช่นกัน ซึ่งเราคาดว่าจะทำให้สัดส่วนรายได้ธุรกิจรับจ้างบริหารเพิ่มขึ้นเป็นราว 8-10% ของรายได้จากการดำเนินงานรวม ซึ่งเราคาดว่าจะส่งผลบวกต่อกำไรสุทธิที่จะเติบโตสูงกว่ารายได้เนื่องจากโดยปกติธุรกิจรับบริหารจะมีอัตรากำไรที่สูงกว่าธุรกิจโรงพยาบาลโดยทั่วไป

ลงทุนเพิ่ม Capacity โรงพยาบาลหลักรองรับการเติบโตในระยะยาว

THG มีแผนลงทุนขยาย Capacity ของโรงพยาบาลธนบุรีและโรงพยาบาลธนบุรี 2 ซึ่งเมื่อก่อสร้างแล้วเสร็จทั้งหมดตามกำหนดในปี 2020 จะช่วยเพิ่มจำนวนห้องตรวจ OPD ได้ 55 ห้อง (+45.5%) และเพิ่มเตียง IPD ได้ราว 86 เตียง (+17.4%) จากสิ้นปี 2016 ซึ่งเรามีมุมมองเชิงบวกต่อการลงทุนดังกล่าวเพราะจะสามารถรองรับการเติบโตในระยะยาวจากความต้องการบริการทางการแพทย์ที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องดังที่กล่าวไปแล้วข้างต้น โดยล่าสุดในช่วง 1H17 โรงพยาบาลธนบุรีและโรงพยาบาลธนบุรี 2 มี Utilization Rate ของห้องตรวจ OPD และเตียง IPD อยู่ในระดับ 61.6% และ 63.3% ซึ่งถือว่าเหลือ Capacity ในการรองรับการเติบโตของจำนวนผู้ป่วยได้อีกไม่มากนักหากอิงจากระดับปกติของโรงพยาบาลโดยทั่วไปที่หากมี Utilization Rate ราว 75% ถือว่าอยู่ในระดับที่ค่อนข้างเต็มแล้ว

Thonburi & Thonburi 2 Expansion Details



	Details	Area (sq.m.)	Capacity	Completion Year	Total Investment
OPD Building	4-floor OPD building	4,320	23 OPD Rooms	2017	221 THB mm
Car Park	10-floor building	8,820	150 cars	2020	120 THB mm
OPD Building	8-floor OPD building	14,900	50 OPD Rooms	2020	740 THB mm

	Details	Area (sq.m.)	Capacity	Completion Year	Total Investment
Building 1 Renovation	Increase OPD rooms and renovate ward	950	5 OPD Rooms	2017	100 THB mm
IPD & OPD Building	3-floor IPD & OPD building	12,000	15 OPD Rooms / 52 Beds	2020	435 THB mm

Source: THG

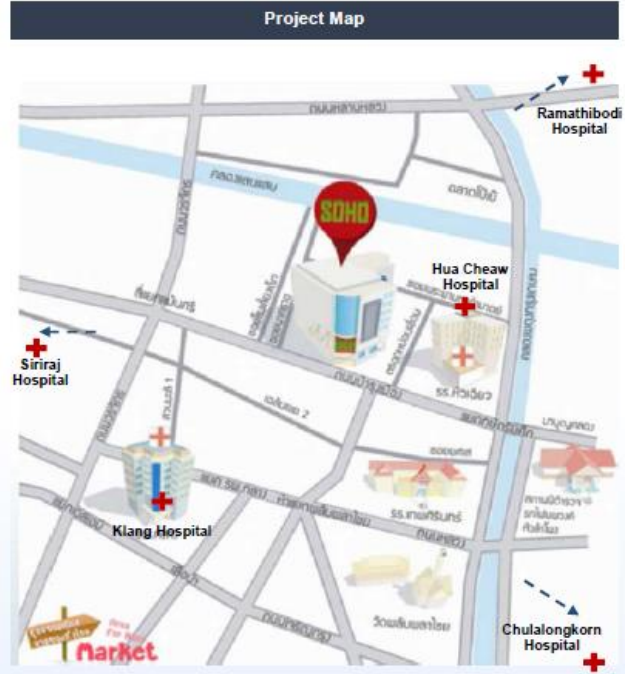
Thonburi Rehabilitation Hospital เป็นอีกหนึ่งปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโต

THG มีแผนลงทุน Rehabilitation Hospital ในพื้นที่ใกล้เคียงกับโรงพยาบาลธนบุรี โดยได้เข้าลงนามในบันทึกข้อตกลงซื้อขายหุ้นบริษัท บำรุงเมืองพลาซ่า จำกัด ซึ่งดำเนินธุรกิจศูนย์การค้า SOHO ด้วยเม็ดเงิน 2,100 ลบ. และ THG จะใช้เงินลงทุนอีกประมาณ 1,440 ลบ. (รวม 3,540 ลบ.) เข้าไปปรับปรุงอาคารดังกล่าวให้เป็นโรงพยาบาล ศูนย์ฟื้นฟูสุขภาพ ธนบุรี (ถนนบำรุงเมือง) ซึ่งจะมีเตียงผู้ป่วยในทั้งสิ้นประมาณ 144 เตียงสำหรับใช้เป็น Step-Down Care (ในปีแรกที่เปิดดำเนินการจะมีเตียงให้บริการทั้งสิ้น 59 เตียงก่อน) รวมถึงสามารถเปิดศูนย์แพทย์เฉพาะทางและคลินิกต่างๆเพิ่มเติม เช่น แผนกผู้ป่วยนอกสำหรับผู้สูงอายุ แผนกผู้ป่วยนอกสำหรับเด็ก แผนกตรวจสุขภาพและดูแลสุขภาพ แผนกชะลอวัย และแผนกสำหรับผู้มีบุตรยาก (IVF) เป็นต้น (ดูรายละเอียดจากรูปด้านล่าง) โดยคาดว่าจะเริ่มเปิดให้บริการได้บางส่วนภายในปี 2018 ทั้งนี้บริษัทฯ ได้รับโอนหุ้นเสร็จสมบูรณ์แล้วเมื่อวันที่ 1 พ.ย. 2017 ซึ่งเราค่อนข้างมีมุมมองเป็นบวกเนื่องจากทำเลที่ตั้งอยู่ท่ามกลางโรงพยาบาลชั้นนำของประเทศ ได้แก่ โรงพยาบาลศิริราช โรงพยาบาลจุฬาลงกรณ์ โรงพยาบาลรามาธิบดี โรงพยาบาลหัวเฉียว และไม่ไกลจากโรงพยาบาลธนบุรี 1 ซึ่งค่อนข้างสะดวกในการเดินทางและส่งต่อผู้ป่วยเข้ามาพักฟื้น โดยมีจุดเด่นในด้านค่าใช้จ่ายในการดูแลรักษาที่ถูกกว่าโรงพยาบาลปกติและเป็นประโยชน์ต่อผู้บริโภค ขณะที่สำหรับ THG เสมือนเป็นการเพิ่ม Capacity ในการรับผู้ป่วยรายใหม่ที่มีความรุนแรงของโรคสูงเข้ามารักษาได้มากขึ้นสำหรับโรงพยาบาลหลักเดิม ซึ่งจะส่งผลให้อัตราค่ารักษาพยาบาลเฉลี่ยต่อคนต่อคืนในส่วนของ IPD ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยยะในระยะยาว และด้วยทำเลที่ค่อนข้างอยู่ในเมือง ไม่ไกลจากแหล่งท่องเที่ยว ภาพลักษณ์และบรรยากาศที่จะ

แตกต่างจากโรงพยาบาลโดยทั่วไป เราเชื่อว่าจะช่วยดึงดูดทั้งคนไทยรวมถึงลูกค้าต่างชาติให้เข้ามาใช้บริการศูนย์แพทย์เฉพาะทางและคลินิกต่างๆได้

Thonburi Rehabilitation Hospital Details

Project Detail		
Location: Bamrungmueng Road		
Investment value: Approx. THB 3,540 mm		
Expected completion year: 2018		
Number of beds: 144 beds ^{1/}		
Department	Examination Room	Treatment Room
Geriatrics	16	2
Pediatric	8	2
Rehab	3	10
Wellness and Checkup	13	-
IVF	6	3
GI	6	4
Dental	17	-
Anti-Aging	2	22
Plastic Surgery and Endo	15	3
OR/Scope ^{2/}	-	4
MRI and CT Scan	-	-
Total	86	50



Source: THG

โครงการ Jin Wellbeing County จะทำให้กำไรโตก้าวกระโดดและตอบโจทย์ความต้องการในปัจจุบัน

มีแผนลงทุนสร้าง Medical City ที่รังสิตโดยในเฟสแรกจะประกอบด้วย 3 ส่วน ได้แก่

- 1) ที่พักอาศัยจำนวนประมาณ 1,380 ยูนิต
- 2) Aged Care Center ประมาณ 59 ห้อง
- 3) ศูนย์สุขภาพ Wellness Center

ปัจจุบันโครงการดังกล่าวอยู่ระหว่างการขอ EIA และคาดว่าหากเป็นไปตามแผนจะสามารถเริ่มก่อสร้างได้ภายใน 4Q17 และเริ่มเปิดดำเนินการได้ในช่วง 2018-2019 เป็นต้นไป ซึ่งจากพฤติกรรมผู้บริโภคในปัจจุบันที่ให้ความสำคัญและใส่ใจสุขภาพมากขึ้น ความคิดของผู้สูงอายุที่ไม่อยากเป็นภาระของลูกหลาน และสังคมไทยปัจจุบันที่เป็นครอบครัวเดี่ยวเพิ่มขึ้น ซึ่งจากตัวเลขของสำนักงานสถิติแห่งชาติระบุว่าจำนวนสมาชิกต่อครัวเรือนมีการปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง โดยล่าสุดในปี 2015 อยู่ที่เพียง 2.07 คนต่อครัวเรือนเท่านั้น เป็นตัวบ่งชี้ได้ว่าคนส่วนใหญ่ในปัจจุบันเริ่มนิยมที่จะไม่มีบุตรหรือมีบุตรยากขึ้น ทำให้เรามองว่าสินค้าและบริการที่ THG นำเสนอต่อตลาดแม้ว่าจะค่อนข้างใหม่ แต่คาดว่าจะสามารถตอบโจทย์ความต้องการของผู้บริโภคได้ดีและทั้งหมดถูกรวมอยู่ใน Jin Wellbeing County แห่งนี้อย่างครบวงจร เราคาดว่าโครงการดังกล่าวจะเป็นปัจจัยสำคัญที่หนุนให้ผลการดำเนินงานเติบโตอย่างก้าวกระโดดในปี 2018-2020 จากการเริ่มโอนโครงการในส่วนที่พักอาศัยและให้บริการในส่วน Aged Care ได้ในประมาณปี 2018-2019

Jin Wellbeing County Details



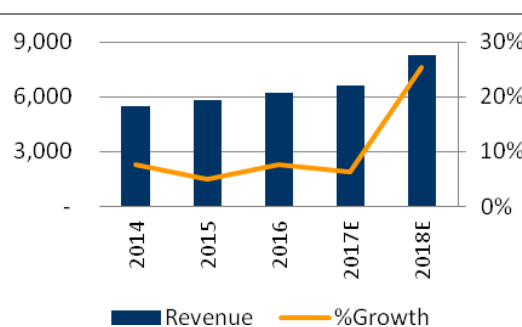
Phase 1	Details	GFA (sq.m.)	NSA/UFA (sq.m.)	Capacity (Rooms)	Completion Year	Investment Value (THB mm)	Revenue Model	
1	Active Living	7 Stories and community centers	117,015	74,840	1,380 • 43-48 sq.m.: 54% • 63-68 sq.m.: 46%	2018-2019	3,100	Unit selling price 85,000 to 120,000 baht/sq.m.
2	Aged Care	Offer special care for dependent elders	7,431	4,930 (UFA)	59	2019	230	Recurring income from medical service for aged care facilities 60,000-70,000 baht/month
3	Wellness Center	Provide facilities and services such as park, fitness and swimming pool and special activities for members	10,000	7,275 (UFA)	-	2019	380	Recurring income from Membership Fee and extra activities
Total			134,446	87,045	1,440		3,710	

Source: THG

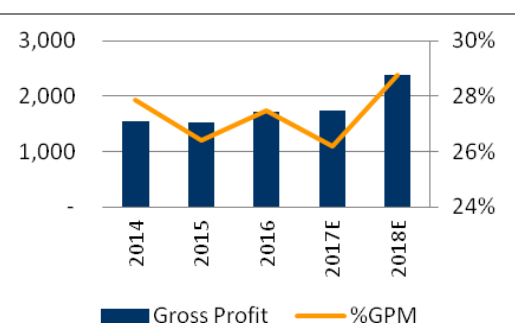
คาดการณ์ดำเนินงานอยู่ในช่วงของการเติบโตครั้งใหญ่

เราคาดว่าผลการดำเนินงานปี 2017 ของ THG จะชะลอการเติบโตชั่วคราวโดยเราคาดว่ากำไรสุทธิที่ 512 ลบ. +0.3% Y-Y ซึ่งถูกกระทบจากผลของโรคระบาดที่น้อยลงกว่าปีก่อน การบริโภคในประเทศที่ชะลอตัว รวมถึงอยู่ในช่วงของการลงทุนโรงพยาบาลหลายโครงการทั้งในไทย พม่า และจีน อย่างไรก็ตามเราคาดว่าผลการดำเนินงานของ THG จะกลับเข้าสู่ช่วงการเติบโตครั้งใหญ่ในปี 2018-2020 โดยเราคาดว่ากำไรสุทธิเติบโตเฉลี่ย 47.5% CAGR ซึ่งขับเคลื่อนจากทั้งโรงพยาบาลหลักเดิมที่คาดว่าจะกลับมาเติบโตในระดับปกติตามทิศทางของอุตสาหกรรมที่ยังเป็นขาขึ้นจากความต้องการบริการทางการแพทย์ที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ขณะที่การลงทุนโครงการต่างๆ ในช่วง 1-2 ปีที่ผ่านมาจะทยอยแล้วเสร็จและเริ่มรับรู้รายได้เป็นลำดับ โดยคาดว่าโรงพยาบาล ศูนย์ฟื้นฟูสุขภาพ ธนบุรี (ถนนบำรุงเมือง) จะเริ่มเปิดให้บริการบางส่วนได้ในปี 2018 ส่วน Jin Wellbeing County จะเริ่มทยอยเริ่มรับรู้รายได้ในช่วง 4Q18 เป็นต้นไป นอกจากนี้ยังได้แรงหนุนจากรายได้ของธุรกิจรับจ้างบริหารโรงพยาบาลทั้งในไทยและต่างประเทศที่ยังเติบโตอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่า EBITDA Margin ของ THG จะชะลอตัวลงเหลือ 16.8% ในปีนี้จาก 17.9% ในปี 2016 แต่จะกลับมาเติบโตอย่างมีนัยยะเป็น 21% และ 22.4% ในปี 2018 และ 2019 ตามลำดับ

THG: Revenues



THG: Gross Profit

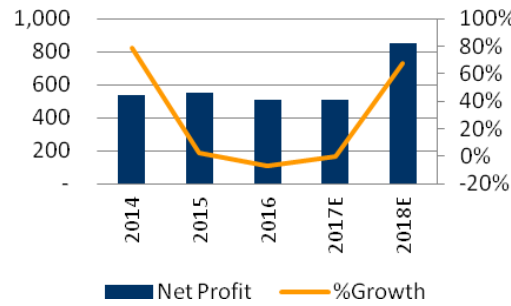


Source : Company Data, FSS estimates

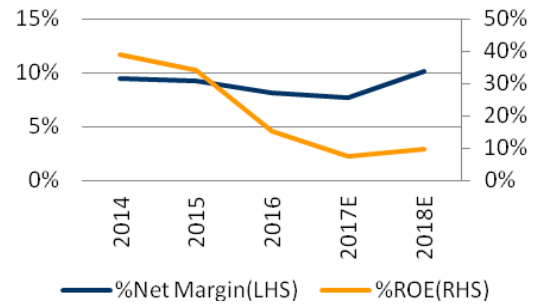
Source : Company Data, FSS estimates

Note : 2014 is Pro forma Statements, 2015-2016 is Consolidated Statement

THG: Net Profit



THG: ROE and Net Margin



Source : Company Data, FSS estimates

Source : Company Data, FSS estimates

Note : 2014 is Pro forma Statements, 2015-2016 is Consolidated Statement

มี Hidden Value จากที่ดินเปล่าในมือ

ปัจจุบัน THG มีการถือครองที่ดินเปล่าอยู่หลายแปลง โดยแปลงหลักๆที่สำคัญอยู่ที่เกาะสมุย จังหวัดสุราษฎร์ธานี และอำเภอบางแพ จังหวัดราชบุรี ซึ่งที่ดินดังกล่าวยังไม่ได้ถูกใช้ประโยชน์ในเชิงธุรกิจ มูลค่าทางบัญชีของที่ดินทั้ง 2 แปลง ณ สิ้นปี 2016 อยู่ที่ 1,255 ลบ. (ที่ดินสมุยที่ไม่มีคดีความ) และ 344 ลบ. ตามลำดับ ขณะที่มูลค่าแท้จริงจากการประเมินของบริษัทประเมินอิสระทั้ง 2 แปลงอยู่ที่ราว 2,309 ลบ. และ 527 ลบ. ตามลำดับ นอกจากนี้ THG ยังมีที่ดินเหลือจากลงทุนโครงการ Jin Wellbeing County เฟสแรกและมีแผนสำหรับใช้ในการขยายโครงการเฟสต่อไป โดยที่ดินส่วนที่เหลือดังกล่าวมีมูลค่าตามบัญชีประมาณ 1,470 ลบ. โดยราคาประเมินของที่ดินทั้งหมดนี้ประมาณ 2,477 ลบ. ซึ่งทั้งหมดถือเป็นส่วนที่ซ่อนอยู่และเป็นมูลค่าส่วนเพิ่มของบริษัทฯ

การประเมินมูลค่าหุ้น

เราเลือกประเมินมูลค่าหุ้น THG ด้วยวิธี Sum of the Part โดยแบ่งออกเป็น 2 ส่วนได้แก่

1. ธุรกิจหลักทั้งหมดของ THG คำนวณโดยวิธีคิดลดกระแสเงินสด (DCF) โดยให้สมมติฐาน WACC 8% และ Terminal Growth 3% คำนวณได้มูลค่าพื้นฐาน 43.50 บาท/หุ้น
2. ที่ดินเปล่าที่ยังไม่ได้ใช้ประโยชน์ ซึ่งหากอิงสมมติฐานเชิงอนุรักษ์นิยมโดยใช้มูลค่าทางบัญชีของที่ดิน ณ ปัจจุบัน คิดเป็นมูลค่าส่วนเพิ่มราว 3.50 บาท/หุ้น

เมื่อรวมทั้ง 2 ส่วนเข้าด้วยกัน เราจึงได้ราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานของ THG ที่ 47 บาท/หุ้น ซึ่ง ณ ระดับราคาเหมาะสมดังกล่าวจะเทียบเท่า PE ปี 2018 ที่ราว 46.9 เท่าซึ่งแม้จะสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มการแพทย์ของไทย ณ ปัจจุบันซึ่งอยู่ที่ราว 40 เท่า แต่หากเทียบกับการเติบโตของกำไรสุทธิปี 2018-2020 ที่คาดว่าจะเติบโตเฉลี่ย 47.9% CAGR ซึ่งโดดเด่นที่สุดในกลุ่ม จะคิดเป็น PEG เพียงแค่ 0.98 เท่าซึ่งถือว่าต่ำที่สุดในกลุ่ม และจากการเติบโตที่โดดเด่นจะทำให้ PE ของ THG ลดลงอย่างรวดเร็วเหลือ 28.8 เท่าและ 24.3 เท่าในปี 2019 และ 2020 ตามลำดับซึ่งเรามองว่าสมเหตุสมผล

Peers Comparison

	NPAT Growth		Gross Margin		NPAT Margin		ROA		ROE		PER	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
THG	0.3	66.1	26.2	28.8	7.7	10.1	4.3	5.7	7.6	9.7		
BCH	16.1	16.4	32.0	32.3	12.2	12.8	7.6	8.2	14.1	14.6	46.5	39.9
BDMS	-5.9	4.8	29.6	29.3	13.1	10.4	7.0	6.8	12.7	12.5	42.9	40.9
BH	7.0	8.6	42.8	43.0	7.0	8.6	17.5	17.7	24.5	23.4	41.7	38.4
CHG	5.2	15.5	32.0	32.5	15.2	15.8	12.8	14.0	18.4	19.8	48.6	42.1
EKH	7.3	13.7	34.0	35.0	14.8	15.5	9.1	10.1	10.1	11.1	44.6	39.2
LPH	11.3	9.4	27.5	29.1	11.9	12.0	8.3	9.2	10.2	11.6	36.1	33.0
VIBHA	13.4	9.3	32.9	33.1	12.7	12.8	5.1	5.7	10.4	11.1	48.6	45.2
Avg	7.8	11.1	33.0	33.5	12.4	12.6	9.6	10.3	14.3	14.9	44.1	39.8

Source : FSS Estimates

โครงสร้างการถือหุ้น การเพิ่มทุน และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

THG มีทุนจดทะเบียน 849.08 ลบ. โดยเป็นทุนเรียกชำระแล้วเท่ากับ 764.08 ลบ. สำหรับหุ้นสามัญที่เสนอขายต่อประชาชนในครั้งแรก (IPO) นี้ จำนวน 85 ล้านหุ้น คิดเป็น 10.01% ของหุ้นสามัญที่ออกและเรียกชำระแล้วทั้งหมดของบริษัทฯ ภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญต่อประชาชนครั้งนี้ บริษัทจะมีทุนชำระแล้ว จำนวน 849.08 ลบ. โดยเป็นหุ้นสามัญ 849.08 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1 บาท

THG มีวัตถุประสงค์ในการใช้เงินเพิ่มทุนในครั้งนี้เพื่อ

1. ชำระคืนเงินกู้จากสถาบันการเงิน
2. เป็นเงินลงทุนในโครงการในอนาคต
3. เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินงาน

โครงสร้างผู้ถือหุ้นใหญ่

	ก่อน IPO	หลัง IPO
1. กลุ่มครอบครัววานาสิน	31.47 %	28.33 %
2. กลุ่มครอบครัวอุนนะนันท์	7.67 %	6.91 %
3. กลุ่มครอบครัวเมฆสวรรค์	4.27 %	3.85 %
4. ผู้ถือหุ้นรายอื่น	56.59 %	50.90 %
5. เสนอขายต่อประชาชน	-	10.01 %
รวม	100.00 %	100.00 %
จำนวนหุ้นรวม	764.08 ล้านหุ้น	849.08 ล้านหุ้น

นโยบายการจ่ายเงินปันผล

บริษัทมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลในอัตราไม่ต่ำกว่า 40% ของกำไรสุทธิตามงบการเงินรวมของบริษัทฯ หลังหักภาษีเงินได้ แต่ไม่รวมกำไรหรือขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ยังไม่เกิดขึ้นจริงและภายหลังจากหักเงินสำรองตามกฎหมายและเงินสำรองอื่นๆแล้ว ซึ่งการจ่ายเงินปันผลดังกล่าวอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตามความเหมาะสมโดยจะขึ้นอยู่กับผลประกอบการ แผนการลงทุนขยายธุรกิจ ฐานะทางการเงิน สภาพคล่อง และความจำเป็นอื่นๆในอนาคต โดยคณะกรรมการบริษัทอาจจะพิจารณาทบทวนและแก้ไขนโยบายการจ่ายเงินปันผลเป็นครั้งคราวเพื่อให้เป็นไปตามแผนการเติบโตทางธุรกิจของบริษัทฯในอนาคต ความต้องการใช้เงินลงทุนและเงินทุนหมุนเวียน รวมถึงปัจจัยด้านอื่นๆที่เห็นสมควร ทั้งนี้ การจ่ายเงินปันผลดังกล่าวจะไม่เกินกำไรสะสมที่ปรากฏอยู่ในงบการเงินเฉพาะกิจการของบริษัทฯและเป็นไปตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง

ปัจจัยความเสี่ยง

ความเสี่ยงจากการพึ่งพาคู่ค้าที่มีความเชี่ยวชาญเฉพาะด้าน ปัจจุบันบุคลากรทางการแพทย์ในประเทศไทยยังไม่เพียงพอต่อความต้องการ ซึ่งอาจเป็นความเสี่ยงสำหรับ THG ในการหาบุคลากรเพิ่มเติมเนื่องจากโรงพยาบาลเน้นการรักษาโรคเฉพาะทางเพิ่มมากขึ้น แพทย์ของโรงพยาบาลจึงจำเป็นต้องมีความรู้ความเชี่ยวชาญในการรักษาโรคเฉพาะทางนั้นๆ ซึ่งการแข่งขันเพื่อให้ได้บุคลากรทางการแพทย์จึงส่งผลให้ต้นทุนด้านบุคลากรของโรงพยาบาลปรับตัวเพิ่มขึ้น

ความเสี่ยงจากการไม่ได้รับชำระค่ารักษาพยาบาล เนื่องจากโรงพยาบาลจะให้การรักษายาบาลแก่ผู้ป่วยก่อนเรียกเก็บค่ารักษาพยาบาล จึงมีความเสี่ยงที่อาจจะไม่สามารถเรียกเก็บค่ารักษาพยาบาลภายหลังการให้บริการได้อย่างครบถ้วน

ความเสี่ยงจากการถูกฟ้องร้องเรียกค่าเสียหาย เนื่องจากธุรกิจของ THG เป็นการให้บริการทางการแพทย์จึงมีความเสี่ยงที่จะถูกฟ้องร้องคดีหากผู้ป่วยหรือบุคคลที่เกี่ยวข้องไม่พอใจในการรักษา หรืออาจเกิดจากแพทย์และผู้เชี่ยวชาญของโรงพยาบาล ซึ่งหากต้องจ่ายค่าชดเชยให้กับผู้ฟ้องร้อง อาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและชื่อเสียงของโรงพยาบาลในอนาคตได้

ความเสี่ยงจากนโยบายการรักษาพยาบาลของภาครัฐ จากการที่ภาครัฐมีการส่งเสริมนโยบายการรักษาพยาบาลอื่นเพิ่มขึ้น เช่น การขยายขอบเขตสิทธิของโครงการประกันสุขภาพถ้วนหน้า อาจส่งผลให้มีจำนวนผู้ใช้บริการกลุ่มผู้ป่วยทั่วไปลดลง

ความเสี่ยงจากโครงการลงทุนใหม่ๆ THG ได้วางแผนขยายการลงทุนในโครงการต่างๆ ประกอบด้วยโครงการสำหรับธุรกิจรักษาพยาบาล และธุรกิจ Healthcare Solution Provider ซึ่งอาจมีความเสี่ยงเฉพาะและปัจจัยที่ไม่สามารถควบคุมได้ ก่อให้เกิดผลกระทบต่อการดำเนินตามแผนงานหรือผลสำเร็จของโครงการลงทุนดังกล่าว

ความเสี่ยงเฉพาะของโครงการโรงพยาบาล ศูนย์ฟื้นฟูสุขภาพ ธนบุรี (ถนนบำรุงเมือง) ได้แก่ ด้านภาระหนี้สินและความรับผิดชอบต่างๆจากบริษัท BMP การนำงบการเงินของบริษัท BMP มารวมกับงบของบริษัทฯ และต้องได้รับการยอมรับ (Acknowledgement) จากสภาวิชาชีพอย่างเป็นลายลักษณ์อักษร ซึ่งก่อนซื้อหุ้น THG ได้มีการประเมินความเสี่ยงแล้วและถือเป็นความเสี่ยงตามการประกอบธุรกิจที่ยอมรับได้

Income Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2014	2015	2016	2017E	2018E
Revenue	5,515	5,787	6,229	6,626	8,300
Costs of sales	3,978	4,259	4,518	4,892	5,912
Gross profit	1,537	1,528	1,710	1,735	2,388
SG&A costs	764	781	855	928	1,121
Operating profit	772	747	855	807	1,268
Other income	186	160	51	24	90
EBIT	933	926	882	831	1,358
EBITDA	1,165	1,153	1,121	1,121	1,762
Interest charge	223	163	177	149	226
Tax on income	151	182	160	136	226
Earnings after tax	559	582	544	545	906
Minority interests	21	30	33	33	55
Normalized earnings	538	552	511	512	851
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	538	552	511	512	851

Cash Flow Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2014	2015	2016	2017E	2018E
Net profit	538	552	511	512	851
Depreciation & amortization	232	226	239	290	404
Change in working capital	460	733	-774	-509	-2,182
Other adjustments	0	0	0	0	0
Cash flow from operation	1,231	1,511	-23	293	-927
Capital expenditure	-966	-771	-2,783	-2,530	-1,690
Others	-543	-427	-705	0	0
Cash flow from investing	-1,509	-1,198	-3,488	-2,530	-1,690
Free cash flow	-278	313	-3,511	-2,237	-2,617
Net borrowings	24	132	730	-666	2,500
Equity capital raised	0	1,133	2,177	3,230	0
Dividends paid	-300	-480	-812	-204	-205
Others	-3	-876	1,262	33	55
Cash flow from financing	-278	-91	3,357	2,393	2,350
Net change in cash	-557	222	-154	156	-267

Balance Sheet (Consolidated)					
(Bt mn)	2014	2015	2016	2017E	2018E
Cash & equivalents	492	715	560	716	449
Short term investment	612	570	501	533	667
Account receivable	412	668	140	140	140
Inventory	171	162	210	527	2,719
Other current asset	186	12	8	8	8
Total current asset	1,874	2,127	1,419	1,925	3,983
Investment	419	423	1,079	1,079	1,079
PPE	3,920	4,464	7,008	9,248	10,534
Other asset	165	334	954	954	954
Total assets	6,378	7,348	10,460	13,206	16,551
Short term loan loans	163	463	1,139	0	0
Accounts payable	1,156	1,693	813	881	988
Current maturities	169	323	526	0	2,000
Other current liabilities	124	84	92	82	119
Total current liabilities	1,612	2,563	2,570	962	3,107
Long-term debt	2,869	2,547	2,398	3,398	3,898
Other LT liabilities	209	221	336	118	118
Total LT liabilities	3,077	2,767	2,734	3,517	4,017
Total liabilities	4,689	5,330	5,305	4,479	7,124
Registered capital	677	677	849	849	849
Paid up capital	600	677	764	849	849
Share premium	600	1,733	3,823	6,968	6,968
Legal reserve	113	113	113	113	113
Retained earnings	1,073	394	907	1,215	1,861
Others	-967	-1,091	-669	-669	-669
Minority Interest	271	193	218	251	306
Shareholders' equity	1,689	2,017	5,156	8,727	9,427

Important Ratios (Consolidated)					
	2014	2015	2016	2017E	2018E
Growth (%)					
Revenues	7.7	4.9	7.6	6.4	25.3
EBITDA	27.4	-1.1	-2.7	0.0	57.2
Net profit	78.6	2.5	-7.4	0.3	66.1
Norm profit	78.6	2.5	-7.4	0.3	66.1
Profitability Ratios (%)					
Gross profit margin	27.9	26.4	27.5	26.2	28.8
EBITDA margin	20.4	19.4	17.9	16.8	21.0
EBIT margin	16.4	15.6	14.0	12.5	16.2
Normalized profit margin	7.7	9.3	8.4	7.7	10.1
Net profit margin	9.4	9.3	8.1	7.7	10.1
Normalized ROA	8.2	8.0	5.7	4.3	5.7
Normalized ROE	38.9	34.0	15.1	7.6	9.7
Normalized ROCE	19.6	19.4	11.2	6.8	10.1
Risk (x)					
D/E (x)	2.78	2.64	1.03	0.51	0.76
Net D/E (x)	2.48	2.29	0.92	0.43	0.71
Net debt/EBITDA	3.60	4.00	4.23	3.36	3.79
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.90	0.82	0.67	0.60	1.00
Norm EPS	0.90	0.82	0.67	0.60	1.00
EBITDA	1.94	1.70	1.47	1.32	2.08
Book value	2.36	2.70	6.46	9.98	10.7
Dividend	0.80	1.20	0.27	0.24	0.40
Par	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Valuations (x)					
P/E	42.4	46.6	56.8	63.0	37.9
Norm P/E	42.4	46.6	56.8	63.0	37.9
P/BV	16.1	14.1	5.9	3.8	3.5
EV/EBTDA	23.2	26.3	30.1	32.2	22.1
Dividend yield (%)	2.1	3.2	0.7	0.6	1.1

Source: Company data, FSS research

Note : 2014 is Pro forma Statements, 2015-2016 is Consolidated Statement

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

<p>สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สำนักงานไทยซัมมิท ทาวเวอร์ (สายงานสนับสนุน) 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา อัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ทาวเวอร์ พลาซ่า ชั้นที่ 14 ห้อง 1404 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร</p>
<p>สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา บางนา 1093 อาคารเซ็นทรัลพลาซ่าทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 1093/105 หมู่ 12 ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา สินธร 1 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา เคียนหงวน (สินธร 2) 140/1 อาคารเคียนหงวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา สินธร 3 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>
<p>สาขา ลาดพร้าว 555 อาคารระสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิต 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา รังสิต 1/832 พหลโยธิน 60 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี</p>	<p>สาขา ไทยซัมมิท 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 2 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา รัตนาธิเบศร์ 68/127 หมู่ 8 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี</p>
<p>สาขา ศรีราชา 135/99 (ตึกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชา จ.ชลบุรี</p>	<p>สาขา ขอนแก่น 1 311/16 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p>สาขา ขอนแก่น 2 เลขที่ 26/9 หมู่ที่ 7 ชั้น 2 ถ.ศรีจันทร์ใหม่ ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p>สาขา ขอนแก่น 3 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p>สาขา อุดรธานี 104/6 ชั้น 2 อาคาร ธนาคารไอซีบีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี</p>
<p>สาขา เชียงใหม่ 1 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่</p>	<p>สาขา เชียงใหม่ 2 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่</p>	<p>สาขา เชียงใหม่ 3 อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหียะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่</p>	<p>สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.เวียงกอก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย</p>	<p>สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย</p>
<p>สาขา นครราชสีมา 1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา</p>	<p>สาขา สมุทรสาคร 1045/16-17 ถ.วิเชียรโชฎก ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร</p>	<p>สาขา นครปฐม 28/16-17 ถ.อ.ปิ่นเกล้า ต.สนามจันทร์ อ.เมือง จ.นครปฐม</p>	<p>สาขา ภูเก็ต 22/18 ศูนย์การค้าวณิชพลาซ่า ถ.หลวงพ่อดำคลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต</p>	<p>สาขา หาดใหญ่ 1 200/221, 200/223 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>
<p>สาขา หาดใหญ่ 2 106 ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>	<p>สาขา หาดใหญ่ 3 200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>	<p>สาขา กระบี่ 223/20 ถ.มหาราช ต.ปากน้ำ อ.เมือง จ.กระบี่</p>	<p>สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง</p>	<p>สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี</p>
<p>สาขา บิดดาดี 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุระนิมิต อ.เมือง จ.บิดดาดี</p>				

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

BUY	“ซื้อ”	เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	“ถือ”	เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	“ขาย”	เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	“ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น”	เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	“ลงทุนมากกว่าตลาด”	เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด
NEUTRAL	“ลงทุนเท่ากับตลาด”	เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด
UNDERWEIGHT	“ลงทุนน้อยกว่าตลาด”	เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) “บริษัท” ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูล ที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีคุณภาพ เชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ใน รายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือ ขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทของสวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำ ออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควร ศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ โดยบริษัท อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าวนี้ ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดง สิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2016

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2559 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 28 ตุลาคม 2559) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC