

<b>Current</b>	Previous	Close	2019 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2018
<b>BUY</b>	BUY	6.20	8.40	+35.5%	Declared	3

Consolidated earnings				
BT (mn)	2017	2018	2019E	2020E
Normalized earnings	84	117	148	163
Net profit	84	117	148	163
Normalized EPS (Bt)	0.14	0.20	0.25	0.27
EPS (Bt)	0.14	0.20	0.25	0.27
% growth	11.4	39.8	26.3	9.9
Dividend (Bt)	0.12	0.17	0.21	0.23
BV/share (Bt)	1.4	1.4	1.5	1.6
EV/EBITDA (x)	14.1	10.4	8.1	7.1
Normalized PER (x)	44.4	31.7	25.1	22.9
PER (x)	44.4	31.7	25.1	22.9
PBV (x)	4.6	4.4	4.1	3.9
Dividend yield (%)	1.9	2.7	3.3	3.7
ROE (%)	10.5	14.1	16.8	17.6
YE No. of shares (million)	600.0	600.0	600.0	600.0
Par (Bt)	0.5	0.5	0.5	0.5

Source: Company data, FSS estimates

**Analyst : Veeravat Virochpoka**  
 Register No.: 047077  
 Tel.: +662 646 9821  
 email: veeravat.v@fnsyrus.com  
 www.fnsyrus.com



### กำไร 1Q19 โตระเบิด

#### กำไร 1Q19 ดีกว่าคาดมาก

EKH ประกาศกำไรปกติ 1Q19 ออกมาที่ 45 ลบ. +63.3% Q-Q, +103.1% Y-Y ดีกว่าเราและตลาดคาด 50-70% โดยมาจากทั้งรายได้ที่โตเร็วกว่าคาด +18.6% Q-Q, +43.7% Y-Y จากจำนวนผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นรวมถึงแรงหนุนจากศูนย์ IVF ขณะที่ต้นทุนเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อยจากทั้ง Operating Leverage และอัตรากำไรของศูนย์ IVF ที่สูง ส่งผลให้ EBITDA Margin ขยายตัวอย่างมีนัยยะเป็น 21.7% ในไตรมาสนี้จาก 15.8% และ 15.4% ใน 4Q18 และ 1Q18 ตามลำดับ

#### ปรับเพิ่มประมาณการและราคาเหมาะสม คงคำแนะนำ "ซื้อ"

กำไร 1Q19 คิดเป็น 38% ของประมาณการกำไรทั้งปี เราจึงปรับเพิ่มประมาณกำไรปกติของ EKH ขึ้น 26% เป็น 148 ลบ. +26.3% Y-Y สะท้อน Upside ที่เกิดขึ้นจากทั้งรายได้และ Margin ที่ขยายตัวดีกว่าคาด ขณะที่ศูนย์กุมารเวชที่จะเปิดในช่วง 3Q19 คาดว่าจะถ่วงผลการดำเนินงานในภาพรวมไม่มากเนื่องจากเข้าสู่ช่วง High Season พอดีซึ่งมี Demand รองรับ เราปรับเพิ่มราคาเหมาะสมจาก 7.60 บาทเป็น 8.40 บาท (DCF WACC 11% Terminal Growth 3%) คงคำแนะนำ "ซื้อ"

ความเสี่ยง คือ การชะลอตัวของเศรษฐกิจ โรคระบาดที่ลดลง และศูนย์กุมารเวชแห่งใหม่ที่อาจมีผลขาดทุนเริ่มแรกและกดดันผลการดำเนินงานในภาพรวม

1Q19 Earnings Results						
(Bt mn)	1Q19	4Q18	%Q-Q	1Q18	%Y-Y	Comment
Service revenue	200	169	18.6	139	43.7	<ul style="list-style-type: none"> <li>รายได้เติบโตดีกว่าคาดมากจากทั้งโรงพยาบาลและศูนย์ IVF</li> <li>Margin ขยายตัวอย่างมีนัยยะและดีกว่าคาดมากจาก Operating Leverage และ IVF ที่มี Margin สูง</li> <li>ส่งผลให้กำไรสุทธิดีกว่าเราและตลาดคาด</li> </ul>
Costs of services	110	100	9.3	89	22.8	
Gross Profit	90	68	32.3	50	81.1	
SG&A costs	41	40	2.9	28	48.4	
Interest expense	0	0	nm	0	nm	
Normalized earnings	45	27	63.3	22	103.1	
Net profit	45	27	63.3	22	103.1	
Gross margin	45.2	40.5	4.7	35.9	9.3	
Norm profit margin	22.3	16.2	6.1	15.8	6.5	
Net profit margin	22.3	16.2	6.1	15.8	6.5	

Source: Company and FSS Research

**Income Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Revenue	502	523	638	816	905
Cost of sales	325	339	382	481	534
Gross profit	177	184	256	334	371
SG&A	93	100	128	167	185
Operating profit	84	84	128	167	185
Other income	10	18	16	16	16
EBIT	93	102	144	183	201
EBITDA	119	132	179	232	261
Interest charge	0	0	0	0	0
Tax on income	18	19	26	35	39
Earnings after tax	75	83	117	148	163
Minority interest	0	-1	0	0	0
Normalized earnings	75	84	117	148	163
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	75	84	117	148	163

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Net profit	75	84	117	148	163
Deprec. & amortization	25	30	36	48	59
Change in working capital	4	-12	4	3	0
Other adjustments	0	0	0	0	0
Cash flow from operations	104	102	157	199	222
Capital expenditure	-42	-95	-138	-80	-80
Others	-410	-28	65	0	0
Cash flow from investing	-453	-123	-73	-80	-80
Free cash flow	-348	-21	84	119	142
Net borrowings	-13	0	0	0	0
Equity capital raised	495	0	0	0	0
Dividends paid	-16	-65	-78	-99	-124
Others	4	17	-1	0	0
Cash flow from financing	470	-48	-78	-99	-124
Net change in cash	122	-70	6	21	18

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt mn)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Cash	140	70	76	97	114
Current investment	48	53	69	68	75
Accounts receivable	226	212	294	294	294
Inventory	12	12	16	17	19
Other current asset	2	1	2	2	2
Total current assets	428	348	458	478	504
Investment	0	0	0	0	0
PPE	255	320	422	453	474
Other assets	195	232	88	88	88
Total Assets	878	900	968	1,019	1,067
Short-term loans	0	0	0	0	0
Account payable	81	63	84	85	93
Current maturities	0	0	0	0	0
Other current liabilities	14	19	24	25	26
Total current liabilities	95	82	108	110	119
Long-term debt	0	0	0	0	0
Other LT liabilities	4	6	9	9	9
Total non-cu	4	6	9	9	9
Total liabilities	100	88	118	119	128
Registered capital	300	300	300	300	300
Paid-up capital	300	300	300	300	300
Share Premium	411	411	411	411	411
Legal reserve	4	9	14	14	14
Retained earnings	72	90	130	179	217
Others	0	1	0	0	0
Minority Interest	0	12	7	7	7
Shareholders' equity	787	823	862	911	950

**Important Ratios (Consolidated)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E
<b>Growth (%)</b>					
Revenue	16.4	4.2	22.0	27.9	10.9
EBITDA	30.4	11.1	36.1	29.1	12.5
Net profit	55.0	11.4	39.8	26.3	9.9
Normalized earnings	55.0	11.4	39.8	26.3	9.9
<b>Profitability (%)</b>					
Gross profit margin	35.2	35.2	40.1	41.0	41.0
EBITDA margin	23.2	24.4	27.4	27.9	28.3
EBIT margin	18.2	18.9	22.0	22.0	21.9
Normalized profit margin	14.7	15.5	17.9	17.8	17.7
Net profit margin	14.7	15.5	17.9	17.8	17.7
Normalized ROA	12.7	9.4	12.5	14.9	15.6
Normalized ROE	14.8	10.5	14.1	16.8	17.6
Normalized ROCE	11.9	12.5	16.7	20.1	21.2
<b>Risk (x)</b>					
D/E	0.13	0.11	0.14	0.13	0.14
Net D/E	-0.05	0.02	0.05	0.02	0.01
Net debt/EBITDA	-0.34	0.14	0.23	0.10	0.05
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	0.13	0.14	0.20	0.25	0.27
Normalized EPS	0.13	0.14	0.20	0.25	0.27
EBITDA	0.20	0.22	0.30	0.39	0.43
Book value	1.31	1.35	1.4	1.5	1.6
Dividend	0.10	0.12	0.17	0.21	0.23
Par	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	49.4	44.4	31.7	25.1	22.9
Norm P/E	49.4	44.4	31.7	25.1	22.9
P/BV	4.7	4.6	4.4	4.1	3.9
EV/EBITDA	15.5	14.1	10.4	8.1	7.1
Dividend yield (%)	1.6	1.9	2.7	3.3	3.7

Source: Company data, FSS research

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

<p><b>สำนักงานใหญ่</b> 999/9 อาคารดี ออฟฟิศ แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 G,ก.ก.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา อัลมาลิงค์</b> 25 อาคารอัลมาลิงค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์</b> 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1</b> 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา บางกระบือ</b> 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร</p>
<p><b>สาขา บางนา</b> 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา สินธร 1</b> 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา เคียนหวน (สินธร 2)</b> 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา ลาดพร้าว</b> 555 อาคารสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิต 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา ประชาชื่น</b> 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร</p>
<p><b>สาขา รัชสิด</b> 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี</p>	<p><b>สาขา อิมพลาริม</b> 990 อาคารอิมพลาริมเพลส ชั้น 12 ห้อง 1210 ถ.พระราม 4 แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา รัตนวิเบศร์</b> 576 ถ.รัตนวิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี</p>	<p><b>สาขา แจ่งวัฒนะ</b> 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ่งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ห้อง 2203, ชั้น 22 หมู่ 2 ถ.แจ่งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี</p>	
<p><b>สาขา ขอนแก่น 1</b> 311/16 ชั้น 2 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p><b>สาขา ขอนแก่น 3</b> 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p><b>สาขา อุดรธานี</b> 197/29, 213/3 ถ.อุดรชัย ต. หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี</p>	<p><b>สาขา เชียงใหม่ 1</b> 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่</p>	<p><b>สาขาเชียงใหม่ 2</b> 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่</p>
<p><b>สาขา เชียงใหม่ 3</b> อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหียะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่</p>	<p><b>สาขา เชียงราย</b> 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย</p>	<p><b>สาขา แม่สาย</b> 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย</p>	<p><b>สาขา นครราชสีมา</b> 1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา</p>	<p><b>สาขา สมุทรสาคร</b> 813/30 ถ.นรสิงห์ ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร</p>
<p><b>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต</b> 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต</p>	<p><b>สาขา หาดใหญ่</b> 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>	<p><b>สาขา ตรีัง</b> 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรีัง จ.ตรีัง</p>	<p><b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b> 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี</p>	<p><b>สาขา ปัตตานี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.รุสะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี</p>

**คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน**

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

**DISCLAIMER:** รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าวนี้ ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

## Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2018

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 โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

### โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

1 ข้อมูล CG Score ประจำปี 2561 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

2 ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

(ข้อมูล ณ วันที่ 31 สิงหาคม 2561) มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC (Declared)
- ได้รับการรับรอง CAC (Certified)