

วันจันทร์ที่ 29 ตุลาคม พ.ศ. 2561

PR9

แนะนำ : Switch



ราคา IPO (บาท):	11.60
ราคาเป้าหมาย (บาท):	13.00
Upside	12.07%
Dividend Yield	1.43%
Total Return	13.50%
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	9,048

โรงพยาบาลพระรามเก้า

โรงพยาบาลผู้เชี่ยวชาญการผ่าตัดเปลี่ยนไต

sw. ที่ตั้งบนทำเล New CBD มีความสามารถในการรักษาโรคซับซ้อนโดยเฉพาะการผ่าตัดเปลี่ยนไต ครอบคลุมเพื่อนำปอกสร้างอาคารใหม่ ขยาย Capacity เพิ่มเกือบเท่าตัวภายในปี 65 และวางกลยุทธ์ ขยายฐานผู้ป่วยทั้งชาวไทยและต่างชาติจากความสำเร็จเปรียบด้านการกำหนดค่ารักษา

sw. ที่เน้นการรักษาโรคซับซ้อน โดดเด่นด้านการผ่าตัดเปลี่ยนไต

PR9 เป็นโรงพยาบาลทำเลเดี่ยว (Stand-alone) ขนาด 166 เตียง 114 ห้องตรวจ ใกล้เคียงกับ LPH อยู่บนทำเลถนนพระราม 9 ซึ่งเป็นศูนย์กลางธุรกิจแห่งใหม่ (New CBD) มีศักยภาพในการให้บริการรักษาโรคซับซ้อนสูง ได้รับการรับรองมาตรฐาน JCI มีจุดเด่นด้านการผ่าตัดเปลี่ยนไตที่มีเคสผ่าตัดมากที่สุดในกลุ่ม รพ. เอกชนทั้งประเทศ และวางกลยุทธ์หลักเน้นการขยายฐานรายได้ทั้งกลุ่มผู้ป่วยชาวต่างชาติลูกค้าองค์กร และการขยายฐานผู้ป่วยเปลี่ยนไตจากการหาพันธมิตรหนุนการเติบโตในระยะยาว

ระดมทุนขยายอาคารใหม่ สร้างการเติบโตระยะยาว

วัตถุประสงค์ในการระดมทุนครั้งนี้เพื่อนำเงินไปลงทุนก่อสร้างอาคารใหม่ ปรับปรุงอาคารปัจจุบัน และก่อสร้างสถานที่พักสำหรับบุคลากรเป็นหลัก โดยอาคารใหม่มีงบลงทุน 2.3 พันล้านบาท ก่อสร้างไปแล้ว 40-50% คาดว่าจะเปิดให้บริการในงวด 4Q62 โดยจะย้ายศูนย์เฉพาะทางบางศูนย์จากอาคารปัจจุบันไปยังอาคารใหม่ และนำพื้นที่อาคารปัจจุบันที่ว่างลงมาขยายเตียงบริการเพิ่มรวมกับของอาคารใหม่เป็น 313 เตียง หรือเพิ่มขึ้นเกือบเท่าตัวภายในปี 2565

ราคา IPO ยังไม่น่าสนใจ Upside อาจยังไม่คุ้มความเสี่ยง

ประเมินมูลค่ากิจการด้วยวิธี DCF (WACC 9.2%, Growth 2.5%) ปี 2562 ที่ 13.00 บาท (กรณีที่ไม่ออกหุ้นสามัญส่วนเกิน 20 ล้านหุ้น) มี Upside 12% จากราคา IPO ที่ 11.60 บาท ซึ่งเทียบเป็น PER ปี 62 ที่ 30.7x แต่มองว่ายังไม่น่าสนใจเมื่อเทียบกับ รพ. Stand-alone ในตลาดที่ซื้อขายบน PER 23-30x ประกอบกับมีความเสี่ยงจากโอกาสที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยเดิมที่ถือมานาน และมีต้นทุนต่ำกว่าที่ไม่ติด Silent Period รว 183.5 ล้านหุ้น อาจขายหุ้นออกมาได้ในช่วงแรก จึงแนะนำ Switch ไปลงทุน BDMS

การกระจายหุ้น IPO * (ล้านหุ้น)			ก่อน IPO	หลัง IPO *
ประชาชนทั่วไป	167.5	กลุ่มคุณหญิงพจมาน ดามาพงศ์	51.2%	39.4%
กรรมการ/ผู้ก่อตั้ง	12.5	กลุ่มแพทย์ผู้ก่อตั้งและผู้เกี่ยวข้อง	4.8%	5.3%
ทุนเรียกชำระแล้ว (ล้านบาท)		กลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยเดิม	44.0%	33.8%
ก่อน IPO	600	กลุ่มผู้ถือหุ้นใหม่	-	21.5%
หลัง IPO *	780	รวม	100%	100%
ราคาพาร์ (บาท)	1.00	นโยบายปันผล : ไม่น้อยกว่า 40% ของกำไรสุทธิ		
หมายเหตุ : * คำนวณภายใต้สมมติฐานไม่มีการใช้สิทธิซื้อหุ้นส่วนเกิน (Greenshoe) จำนวนไม่เกิน 20 ล้านหุ้น				

FY: ปี 31 ธ.ค.	FY59A	FY60A	FY61F	FY62F	FY63F
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	260	262	146	294	282
EPS (บาท)	0.43	0.44	0.23	0.38	0.36
EPS growth (%)	37.2%	0.9%	-46.9%	62.6%	-4.3%
PER (เท่า)	26.79	26.54	49.97	30.73	32.12
DPS (บาท)	0.08	0.84	0.17	0.19	0.18
Dividend yield (%)	0.7%	7.2%	1.4%	1.6%	1.6%
PBV (เท่า)	3.70	3.32	1.92	2.27	2.20
EV/EBITDA (เท่า)	13.66	13.39	22.31	14.65	12.34
ROE (%)	14.6%	13.2%	4.9%	7.6%	7.0%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPs

ประสิทธิ์ รัตนกิจกุล CFA,CISA
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 025917
prasit@asiaplus.co.th
ภูวดล ภูสอเงิน
ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใดๆ กับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่ว่ากรณีใด

โรงพยาบาล Tertiary Care ที่มีทำเลดี New CBD

บริษัท โรงพยาบาลพระรามเก้า จำกัด (มหาชน) (PR9) เปิดให้บริการมาตั้งแต่ปี 2535 เป็นโรงพยาบาลเดี่ยว (Stand-alone) ตั้งอยู่บริเวณถนนพระราม 9 เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร ซึ่งเป็นศูนย์กลางธุรกิจขนาดใหญ่แห่งใหม่ (New Central Business District (New CBD)) ที่มีศักยภาพในการเติบโตสูง โดย PR9 ถือเป็น รพ. ระดับตติยภูมิ (Tertiary Care) มีศูนย์การแพทย์เฉพาะทางหลายสาขา พร้อมทีมแพทย์ที่จบการศึกษาเฉพาะทางจากไทยและต่างประเทศ โดยมีชื่อเสียงทางด้านการรักษาโรคไตและการเปลี่ยนไต โรคหัวใจ และโรคเบาหวาน เป็นต้น ปัจจุบันมีห้องตรวจ 114 ห้องตรวจ เตียงจดทะเบียนรวม 166 เตียง ประกอบด้วยเตียงทั่วไป เตียงผู้ป่วยวิกฤติ (ICU) และเตียงอภิบาลผู้ป่วยโรคหัวใจ (CCU) ในอนาคตมีนโยบายในการขยายฐานผู้ป่วยไปสู่กลุ่มลูกค้าที่เน้นดูแลและส่งเสริมสุขภาพ (Health Promotion & Wellness) มากขึ้นหลังเปิดอาคารใหม่ที่อยู่ระหว่างการก่อสร้าง ทั้งนี้ PR9 ได้รับการรับรองมาตรฐาน JCI ทั้งในระดับ รพ. และระดับคลินิก 2 ด้าน คือ ด้านการดูแลรักษาผู้ป่วยเปลี่ยนไต และด้านการดูแลรักษาโรคเบาหวานแบบผู้ป่วยนอก

ปัจจุบันมีรายได้หลักจากผู้ป่วยชาวไทย 85-87% และมีสัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยชาวต่างชาติประมาณ 13-15% ส่วนใหญ่เป็นชาวเมียนมาร์และกัมพูชา ที่ส่วนมากเป็นกลุ่มเดินทางมารักษาในไทย (Medical Tourist) ประมาณ 48% ชาวจีนและญี่ปุ่น ที่ส่วนมากทำงานอยู่ในประเทศไทย (Expatriate) ประมาณ 27%

โครงสร้างการถือหุ้นก่อนเพิ่มทุนและเสนอขายหุ้น IPO ประกอบด้วย 3 กลุ่ม ดังนี้

1. คุณหญิงพจมาน ดามาพงศ์และครอบครัว ถือหุ้น 51.2% เป็นกลุ่มนักลงทุนที่เข้ามาซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นเดิมภายหลังการเปิด รพ. ไม่ได้สักระยะหนึ่ง ไม่มีตัวแทนในกรรมการบริหาร
2. กลุ่มแพทย์ผู้ก่อตั้งและผู้ที่เกี่ยวข้อง ถือหุ้น 4.8% ประกอบด้วย ครอบครัววุฒิประเสริฐ ครอบครัวตัญญูพัฒน์กุล ครอบครัวไตรรัตน์วรกุล และ นพ.วิรุฬห์ มาวิจักขณ์ โดยจะเป็นกลุ่มที่ได้รับจัดสรรหุ้นเพิ่มทุนรวม 12.5 ล้านหุ้น พร้อมกับการเสนอขาย IPO ครั้งนี้ ในราคา 2.65 บาท/หุ้น เป็นราคาที่คำนวณจากมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นปี 2560 หักด้วยเงินปันผลจ่ายสำหรับผลการดำเนินงานปี 2560
3. กลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยเดิม 817 ราย ถือหุ้นรวม 44.0% ประกอบด้วยกลุ่มแพทย์ พนักงานผู้ป่วย และผู้มีอุปการะคุณ

การเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนครั้งนี้มีเงื่อนไขการห้ามผู้ถือหุ้นเดิมขายหุ้นเป็นระยะเวลา 1 ปี (Silent Period) ในสัดส่วน 55% ของหุ้นทั้งหมดหลังเพิ่มทุน โดยผู้ถือหุ้นที่ติดเงื่อนไข Silent Period ประกอบด้วยกลุ่ม 1 และ 2 ทั้งจำนวน และกลุ่ม 3 บางส่วน

โครงสร้างการถือหุ้นก่อนเสนอขายหุ้นเพิ่มทุน



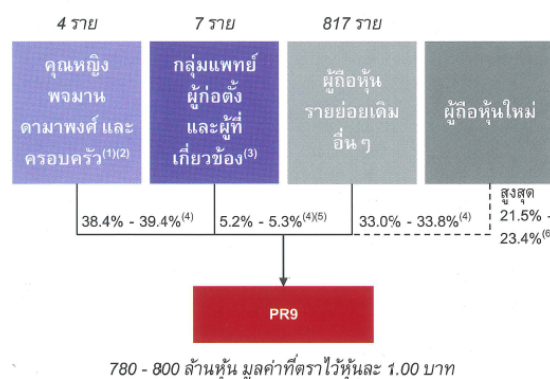
ที่มา : PR9

หมายเหตุ : สัดส่วนหลังการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนที่แน่นอนขึ้นอยู่กับการใช้สิทธิซื้อหุ้นส่วนเกิน (Greenshoe) ซึ่งมีทั้งหมด 20 ล้านหุ้น

PR9 เป็น sw. เดี่ยว (Stand-alone) มีการรักษาในระดับตติยภูมิ ตั้งอยู่บริเวณถนนพระราม 9 ซึ่งเป็น New CBD มีศูนย์การแพทย์เฉพาะทางหลากหลายด้าน และได้รับการรับรอง JCI ทั้งในระดับ sw. และศูนย์การแพทย์เฉพาะทาง 2 แห่ง

กลุ่มคุณหญิงพจมาน ดามาพงศ์ และกลุ่มแพทย์ผู้ก่อตั้ง เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ติด Silent Period ทั้งหมด ส่วนที่เหลือเป็นกลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อย ที่จะติด Silent Period บางส่วน รวมกันแล้วอย่างน้อย 55% ของหุ้นทั้งหมดหลังเพิ่มทุน ซึ่งเป็นไปตามหลักเกณฑ์ฯ ปกติ

โครงสร้างการถือหุ้นหลังเสนอขายหุ้นเพิ่มทุน



ที่มา : PR9

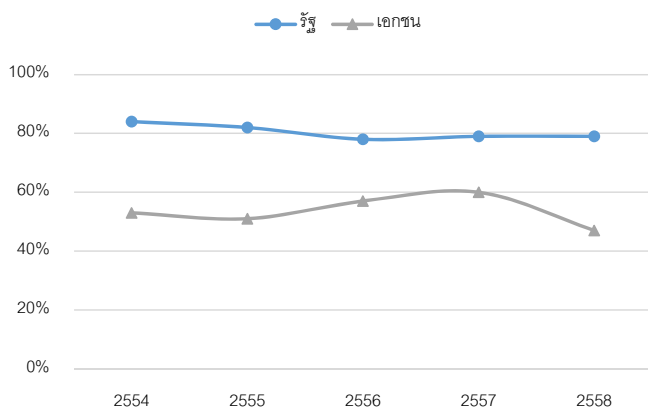
อยู่ในอุตสาหกรรมมีแนวโน้มเติบโตที่มั่นคง

รพ. รัฐที่หนาแน่น ผลักดันให้ผู้ป่วยระดับกลางเข้าสู่บริการเอกชนมากยิ่งขึ้น เห็นได้จากค่าใช้จ่ายด้านสุขภาพของทั้งประเทศปี 2557 จำนวน 5.4 แสนล้านบาท คิดเป็น 4.1% ของ GDP เติบโตเฉลี่ย 5% ต่อปี สูงกว่าการเติบโตเฉลี่ยของ GDP ที่ 3.5% ต่อปี ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา โดยแบ่งส่วนเป็นของภาครัฐ 78% ภาคเอกชน 22% ซึ่งภาครัฐมีการเติบโตที่สูงกว่าภาคเอกชนจากการสนับสนุนผ่านโครงการหลักประกันสุขภาพถ้วนหน้า 30 บาท รักษาทุกโรค (บัตรทอง) ประกอบกับการที่มีประชาชนวัยทำงานเข้าสู่ระบบประกันสังคมมากขึ้น รวมทั้งผู้สูงวัยที่ใช้สวัสดิการต่างๆ เพิ่มขึ้น ทำให้อัตราการครองเตียง (Occupancy Rate) ของ รพ. รัฐสูงราว 80% และมีงบประมาณและบุคลากรในการขยาย Capacity ค่อนข้างจำกัด เมื่อเทียบกับภาคเอกชนที่มี Occupancy Rate อยู่ราว 50-60% ประกอบกับการเข้าสู่สังคมเมืองมากขึ้น ประชากรรายได้ปานกลาง-สูงมีสัดส่วนเพิ่มมากขึ้น ทำให้แนวโน้มการเติบโตของผู้ป่วยในประเทศจะเติบโตในกลุ่ม รพ. เอกชนมากขึ้นในอนาคต

ปี 2564 เข้าสู่สังคมผู้สูงอายุโดยสมบูรณ์ พร้อมแนวโน้มโรคเรื้อรังที่จะเพิ่มขึ้น โดยสำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (สศช.) มีการคาดการณ์ว่าในปี 2564 ประเทศไทยจะมีประชากรที่อายุเกิน 60 ปีเกินกว่า 20% ถือเป็นภาระเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุโดยสมบูรณ์ (Aged Society) ซึ่งธุรกิจ รพ. จะได้รับประโยชน์โดยตรงจากจำนวนผู้ป่วยโรคสำคัญต่างๆ ที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นตามจำนวนผู้สูงอายุอย่างมีนัยสำคัญ เช่น โรคความดันโลหิตสูง โรคหัวใจ โรคเบาหวาน และโรคหลอดเลือด เป็นต้น โดยส่วนมากจะมีความเกี่ยวเนื่องกัน และมีความเกี่ยวข้องกับการรักษาที่เกี่ยวกับโรคไต ซึ่งจะความซับซ้อนมากยิ่งขึ้น เช่น การผ่าตัดเปลี่ยนไตผู้ป่วยในอนาคต อาจเป็นผู้ป่วยที่มีโรคอื่นๆ แฝงอยู่ด้วยมากขึ้น ทำให้ต้องมีทีมแพทย์ที่เกี่ยวข้องหลายสาขามาร่วมงาน เป็นต้น

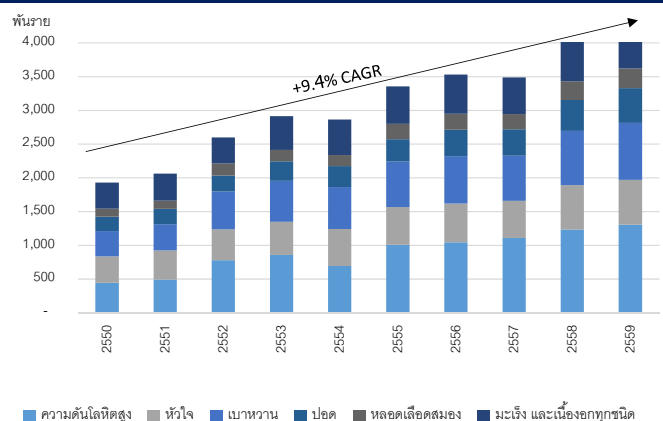
ที่ผ่านมาจะสังเกตว่า รพ. ระดับกลาง-บน จะเน้นการรักษาโรคที่ยากและซับซ้อนมากขึ้น และหันมาแข่งขันด้านคุณภาพของแพทย์ รพ. และเทคโนโลยี รวมทั้งผลลัพธ์ในการรักษามากกว่าด้านราคา ทำให้กลุ่ม รพ. หลายแห่งพยายามผลักดันตนเองให้มีศูนย์ความเป็นเลิศทางการแพทย์ (Excellence Center) ต่างๆ มากขึ้น ในขณะที่บุคลากรด้านการแพทย์มีค่อนข้างจำกัด โดยเฉพาะแพทย์ผู้เชี่ยวชาญทำให้เกิดข้อจำกัดในการขยาย ส่งผลให้การกำหนดค่าบริการแพทย์เฉพาะทาง (Doctor Fee) ในแต่ละ รพ. จึงไม่ค่อยแตกต่างกันมาก การแข่งขันเพื่อเชิญตัวแพทย์เฉพาะทางมาร่วมงาน จึงเป็นเรื่องที่เสี่ยง การเป็นที่รู้จัก ฐานผู้ป่วย สิ่งแวดล้อมในการทำงาน เทคโนโลยี และความพร้อมในการให้บริการของทีมงานเป็นหลัก

Occupancy Rate ของ SW. รัฐ และเอกชน



ที่มา : กระทรวงสาธารณสุข

จำนวนผู้ป่วยด้วยโรคสำคัญ (ไม่ติดต่อกัน) - NCD

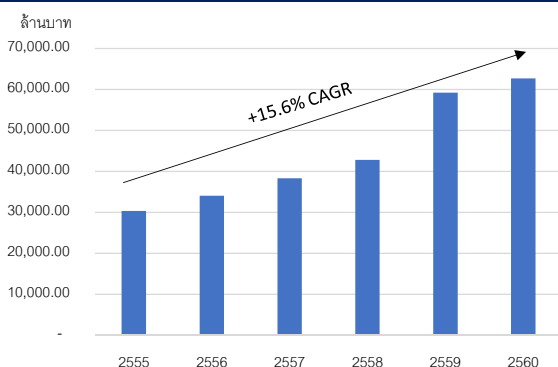


ที่มา : สำนักนโยบายและยุทธศาสตร์ กระทรวงสาธารณสุข

คนไทยหันมาใช้ประกันสุขภาพเพิ่มมากขึ้น จากสถิติเบี้ยประกันสุขภาพของบริษัทประกันชีวิตที่เติบโตเฉลี่ย 15.6% ต่อปี ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา มาอยู่ที่ 6.3 หมื่นล้านบาท และเมื่อรวมกับของธุรกิจประกันวินาศภัยเบี้ยประกันสุขภาพรวมจะอยู่ที่ 7.1 หมื่นล้านบาท โดยมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในอนาคตจากการให้ความสำคัญกับการประกันความเสี่ยงด้านการเจ็บป่วยของประชากรที่มีรายได้ระดับกลาง-สูงที่มากขึ้น หลังแนวโน้มค่ารักษาพยาบาลสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง ขณะที่ รพ. ภาครัฐ ซึ่งมีค่าบริการต่ำกว่าเอกชนก็มีความหนาแน่นค่อนข้างมากแล้ว ประกอบกับรัฐบาลก็มีนโยบายสนับสนุนด้วยการนำเบี้ยประกันสุขภาพไม่เกิน 1.5 หมื่นบาท มารวมกับเบี้ยประกันชีวิตเพื่อลดหย่อนภาษีได้

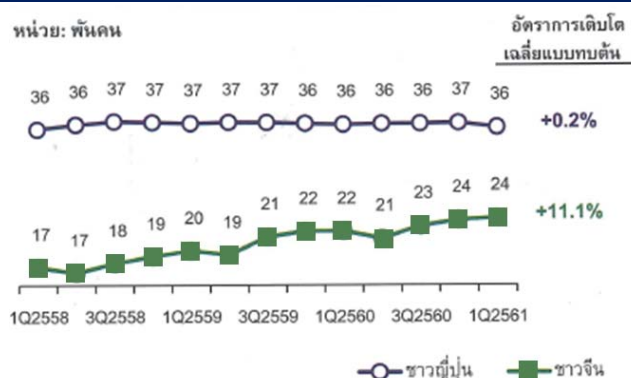
ผู้ป่วยชาวต่างชาติสลับไปเติบโตจากกลุ่มใหม่ โดยพบว่า Medical Tourism ที่เคยเติบโตจากกลุ่มตะวันออกกลางและเมียนมาร์ในอดีต ปัจจุบันเริ่มอืดตัวและชะลอตัวบ้างแล้ว และมีกลุ่มใหม่ๆ อย่างจีนและกัมพูชา เติบโตขึ้นมาชดเชย ทำให้มองว่าภาพรวม Medical Tourism อยู่ในช่วงการเปิดตลาดใหม่ๆ และยังไม่อืดตัว ส่วนกลุ่มชาวต่างชาติที่เข้ามาทำงานในประเทศไทย (Expat.) ก็มีลักษณะคล้ายคลึงกัน โดยพบว่ากลุ่มชาวจีนเริ่มมาเปิดสำนักงานต่างๆ ที่ไทย โดยเฉพาะย่านทำเล New CBD ทำให้ Expat ชาวจีนมีแนวโน้มเพิ่มมากขึ้น เสริมการเติบโตทดแทนชาวญี่ปุ่นที่เริ่มอืดตัวมากขึ้นแล้ว รวมทั้งยังเป็นโอกาสของ รพ. ระดับกลาง-บน ที่จะได้นำเสนอบริการให้กับลูกค้าองค์กรใหม่ๆ แข่งขันกับ รพ. ระดับบนที่มีราคาสูงมากกว่า ในช่วงที่ผู้ป่วยยังไม่มี รพ. ประจำ (Brand Loyalty)

การเติบโตของเบี้ยประกันสุขภาพของธุรกิจประกันชีวิต



ที่มา : สำนักงานคณะกรรมการกำกับและส่งเสริมการประกอบธุรกิจประกันภัย (คปภ.)
หมายเหตุ : เป็นสถิติเฉพาะส่วนของเบี้ยประกันสุขภาพสุทธิ ของธุรกิจประกันชีวิตเท่านั้น

จำนวนชาวญี่ปุ่นและชาวจีนที่เข้ามาทำงานในประเทศไทย (Expat)



ที่มา : สำนักงานบริหารแรงงานต่างด้าว / รวบรวมโดย PR9

PR9 มีศักยภาพในการรักษาโรคซับซ้อนสูง โดดเด่นด้านการผ่าตัดเปลี่ยนไต

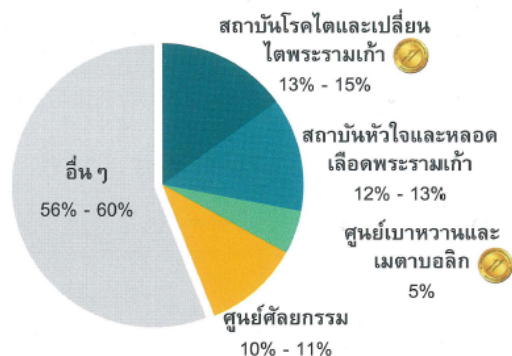
PR9 เป็น รพ. ที่มีการรักษาโรคซับซ้อนแบบสหสาขาวิชาชีพ (Multidisciplinary) โดยมีศูนย์การแพทย์เฉพาะทาง 20 ศูนย์ เช่น ศูนย์เบาหวานและเมตาบอลิก ศูนย์ศัลยกรรม ศูนย์สูติรีเวช และศูนย์ตรวจสุขภาพ เป็นต้น และยังมีสถาบันทางการแพทย์ ซึ่งยกระดับจากศูนย์การแพทย์อีก 2 แห่ง ประกอบด้วย สถาบันโรคไตและเปลี่ยนไตพระรามเก้าและสถาบันหัวใจและหลอดเลือดพระรามเก้า โดย PR9 ถือเป็น รพ. ระดับกลาง-บน ที่มีชื่อเสียงในการรักษาโรคซับซ้อนมากที่สุดแห่งหนึ่งในประเทศ โดยเฉพาะสถาบันโรคไตและเปลี่ยนไต ที่มีสัดส่วนรายได้ 13-15% พบว่าจากสถิติช่วงปี 2543-60 สามารถเปลี่ยนไตได้มากถึง 738 ราย มากที่สุดในกลุ่ม รพ. เอกชน และเป็นอันดับ 5 ของประเทศ เป็นรองเพียงโรงพยาบาล 4 แห่งเท่านั้น โดยความสำเร็จเกิดจาก PR9 มีทีมแพทย์ผู้เชี่ยวชาญจากหลายสาขากว่า 5 ทีม คอยให้บริการตลอดเวลา เมื่อมีการแจ้งบริจาคไตที่ตรงกับผู้ป่วยในรายชื่อรอเปลี่ยนไต (Waiting List) จึงสามารถให้บริการได้ทันทีภายใน 24 ชม. โดยที่ผ่านมา มีอัตราความสำเร็จ (เปลี่ยนไตแล้วคงอยู่ได้นานเกินกว่า 1 ปี) เกินกว่า 90% และยังสามารถผ่าตัดเปลี่ยนไตให้กับผู้ป่วยที่มีภาวะแทรกซ้อน โดยเฉพาะกลุ่มผู้ป่วยสูงอายุที่มีโรคแทรกซ้อนหลายโรคได้ จนมีชื่อเสียงเป็นที่รู้จักทั้งชาวไทยและต่างชาติ

สถาบันโรคไตและเปลี่ยนไตฯ ให้บริการเปลี่ยนไตสะสมปี 2543-60 มากสุดในกลุ่ม sw. เอกชน ด้วยทีมแพทย์คุณภาพ และพร้อมรับไตบริจาค 24 ชม. ทำให้มีผู้สนใจเป็น Waiting List รออยู่มาก นอกจากนี้ ศูนย์การแพทย์อื่นๆ ยังมีบริการและเครื่องมือที่ทันสมัย รองรับการเติบโตในอนาคต

สำหรับสถาบันหัวใจและหลอดเลือด ซึ่งมีสัดส่วนรายได้รองลงมาที่ 12-13% ก็มีการให้บริการตลอด 24 ชั่วโมงเช่นกัน และมีเครื่องมือที่ทันสมัย โดยเป็น รพ. แรกของประเทศที่มีการนำเครื่องเอกซเรย์คอมพิวเตอร์ความเร็วสูง 640 สไลซ์ (640-Slice CT Scanner) มาใช้งานตั้งแต่ปี 2560

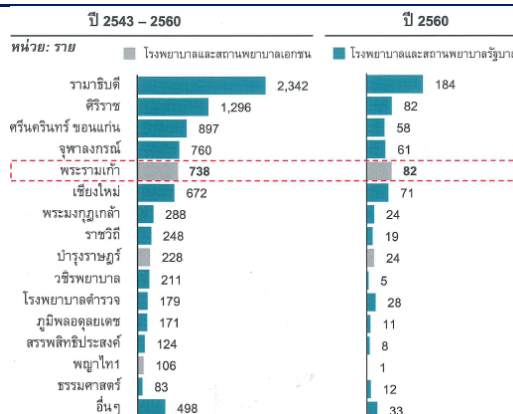
ขณะที่ศูนย์การแพทย์อื่นๆ อย่างศูนย์สูติรีเวชนอกจากจะมีบริการฝากครรภ์และการทำคลอดที่มีจุดเด่นด้านค่าบริการที่ต่ำกว่า รพ. ในทำเลใกล้เคียงหลายแห่ง เช่น รพ. บำรุงราษฎร์ รพ. กรุงเทพ และ รพ. สมิติเวช แล้วยังมีบริการรักษาผู้มีบุตรยาก (IVF) ที่กำลังได้รับความนิยมจาก Medical Tourism ชาวจีนเป็นอย่างมาก

โครงสร้างรายได้ของ PR9 แบ่งตามสถาบัน-ศูนย์การแพทย์



ที่มา : PR9 / ข้อมูลปี 2558-2560

สถิติจำนวนผู้ป่วยที่ได้รับการปลูกถ่ายไตในประเทศไทย



ที่มา : สมาคมปลูกถ่ายอวัยวะแห่งประเทศไทย / รวบรวมโดย PR9

วาง Position ไว้ตรงกลางระหว่าง sw. ระดับกลางและบน

เมื่อพิจารณาจากขนาดของ รพ. พบว่าจำนวนเตียงของ PR9 ที่ 166 เตียง ห้างตรวจ 114 ห้องใกล้เคียงกับ LPH ซึ่งเป็น รพ. ที่รับประกันสังคมที่มี 180 เตียง และ 120 ห้อง ตามลำดับ แต่รายได้จากการรักษาพยาบาลปี 60 ของ PR9 อยู่ที่ 2.4 พันล้านบาท มากกว่าของ LPH ที่ 1.3 พันล้านบาท เนื่องจาก PR9 รับเฉพาะผู้ป่วยเงินสด ไม่ได้รับประกันสังคมที่มีรายได้เฉลี่ยต่อรายต่ำกว่ากลุ่มเงินสด

แต่หากพิจารณาเฉพาะ รพ. ที่รับผู้ป่วยเงินสดเพียงอย่างเดียว พบว่า PR9 มีห้องตรวจ (OPD) ค่อนข้างมาก เมื่อเทียบสัดส่วนห้องตรวจ OPD กับเตียง IPD อยู่ที่ 69% ขณะที่ BH และ THG อยู่ที่ 48% และ 21% ตามลำดับ เกิดจากลักษณะของผู้ป่วยในปัจจุบันที่ยังเป็นกลุ่ม OPD โดยมีสัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยนอก (OPD) และผู้ป่วยใน (IPD) อยู่ในช่วง 53-55% และ 45-47% ตามลำดับ ในช่วงปี 2558-1H61 ซึ่งเป็นสัดส่วนที่ใกล้เคียงกันกับ BH อย่างไรก็ตาม ในอนาคต PR9 มีแนวทางการเพิ่มสัดส่วน IPD ให้มากกว่า OPD ตามการรักษาโรค IPD ที่ซับซ้อนที่จะเพิ่มมากขึ้น หนุนให้ margin ทยอยปรับตัวขึ้นได้ในระยะยาว

ในภาพรวมฝ่ายวิจัยจึงมองว่า PR9 เป็น รพ. Stand-alone ที่สามารถให้บริการรักษาโรคซับซ้อนได้ค่อนข้างมาก ซึ่งจะคล้ายกับ BH จากการที่ PR9 มีรายได้จากศูนย์เฉพาะทางหลักๆ อย่าง สถาบันโรคไตฯ สถาบันหัวใจฯ ศูนย์เบาหวานฯ และศูนย์ศัลยกรรม รวมกันเกินกว่า 40% แต่จะเจาะกลุ่มผู้ป่วยที่แตกต่างจาก BH โดยกลุ่มชาวไทย PR9 จะเจาะกลุ่มผู้ป่วยระดับกลาง-บนเป็นหลัก ต่างจาก BH ที่เน้นระดับบนไปเลย ส่วนผู้ป่วยชาวต่างชาติที่ผ่านมา BH จะเน้น Medical Tourism ชาวตะวันออกกลาง แต่ก็มียุทธศาสตร์ที่คล้ายกันกับ PR9 ขณะที่ PR9 มีผู้ป่วยกลุ่ม Expat ชาวจีนที่ค่อนข้างโดดเด่นมากกว่า รพ. อื่นๆ ที่ปกติผู้ป่วยชาวจีนมักจะเป็นนักท่องเที่ยวมากกว่า Expat เนื่องจาก PR9 ตั้งอยู่ในทำเลที่สำนักงานของบริษัทสัญชาติจีนมีการขยายตัวมาก

สำหรับประเด็นด้านการแข่งขันยังคงมองว่าบทบาทของ PR9 ค่อนข้างแข็งแกร่งสูง ทั้ง รพ. ระดับกลางและบน ซึ่ง PR9 วาง Position ไว้ที่คุณภาพการให้บริการใกล้เคียง รพ. ระดับบน แต่ค่าบริการใกล้เคียงกับ รพ. ระดับกลาง (Value-for-money) ทำให้ PR9 แข่งขันได้ทั้ง รพ. ระดับกลางและบน

ในภาพรวมฝ่ายวิจัยจึงมองว่า PR9 วาง Position ผู้ป่วยระดับกลาง-บน แข่งขันด้วยค่าบริการที่ต่ำกว่า sw. ระดับบน แต่มีการบริการที่หลากหลายและมีคุณภาพที่สูงกว่า sw. ระดับกลาง

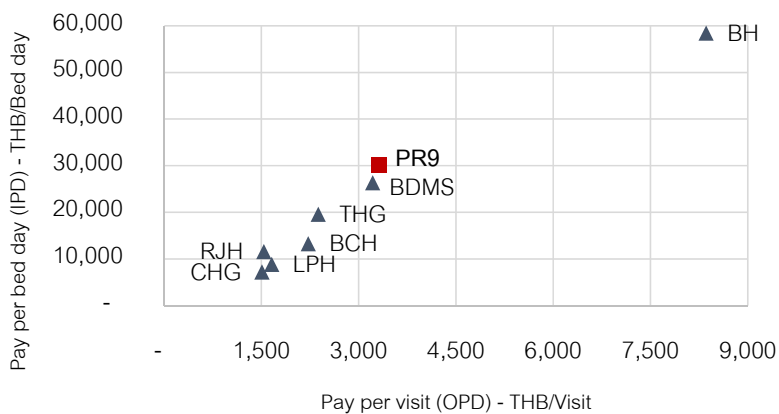
เปรียบเทียบข้อมูลกำลังการให้บริการของ sw. ที่ศึกษา

รายการ (ข้อมูลปี 2560) หน่วย : ล้านบาท	กลุ่มที่เน้นรับผู้ป่วยเงินสด				กลุ่มที่เน้นรับทั้งผู้ป่วยเงินสดและประกันสังคม			
	PR9	BDMS	BH	THG	BCH	CHG	LPH	RJH
Capacity								
ผู้ป่วยใน (IPD)								
เตียงจดทะเบียน (เตียง)	166	8,015	580	726	2,178	599	180	353
เตียงให้บริการ (เตียง)	149	~5,900	n.a.	~650	~1,500	495	180	219
ผู้ป่วยนอก (OPD)								
ห้องตรวจรวม (ห้อง)	114	n.a.	276	154	414	127	120	95
Capacity OPD (คน/วัน)	2,964	n.a.	5,500	4,609	16,560	8,855	3,500	2,671
สมมติฐาน Capacity OPD (คน/ห้อง/วัน)	26	n.a.	20	30	40	70	29	28
Utilization Rate								
IPD	70%	64%	64%	65%	n.a.	76%	67%	81%
OPD	36%	n.a.	53%	61%	n.a.	71%	50%	80%
สัดส่วนรายได้								
IPD - เงินสด	47%	52%	47%	54%	26%	26%	22%	25%
OPD - เงินสด	53%	46%	53%	46%	36%	32%	33%	30%
ประกันสังคม + บัตรทอง	-	2%	-	-	38%	42%	45%	45%

ที่มา : 56-1 และเอกสารนำเสนอของแต่ละบริษัท / รวบรวมและประมาณการโดย ASPS

ด้านค่าบริการเฉลี่ยพบว่าปี 2560 ที่ผ่านมา PR9 มีค่ารักษา OPD เฉลี่ยต่อรายที่ 3,310 บาท/ครั้ง และ IPD เฉลี่ย 30,202 บาท/วันนอน (วันนอนเฉลี่ย 3.13 วัน/ราย) เมื่อเปรียบเทียบกับคู่เทียบพบว่าอยู่ในระดับสูงกว่าค่าเฉลี่ยของ รพ. ระดับกลางอื่นๆ ด้วยทำเลที่อยู่กลางเมืองและสัดส่วนการรักษาโรคซับซ้อนที่สูงกว่า แต่จะใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของ BDMS ที่มี รพ. อยู่ทั่วประเทศ (แต่หากนับเฉพาะ รพ. ในทำเลเดียวกัน ของ PR9 จะต่ำกว่าของ BDMS เช่น รพ. กรุงเทพ รพ. สมิติเวช) และต่ำกว่าของ BH ที่เน้นผู้ป่วยระดับบน ซึ่งภาพดังกล่าวมองว่าสามารถสะท้อนตำแหน่งทางการตลาดดังที่ PR9 ได้วางไว้ตั้งแต่ต้นได้ชัดเจน

เปรียบเทียบค่ารักษาเฉลี่ยปี 2560 (คำนวณเฉพาะข้อมูลผู้ป่วยเงินสด)



ที่มา : รวบรวมโดย ASPS

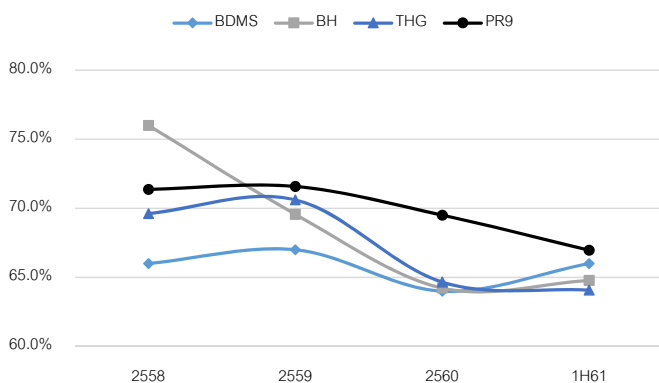
อัตราการครองเตียงสูง แต่อัตราการใช้ห้องตรวจต่ำ

ในด้านศักยภาพของการให้บริการพบว่า IPD Occupancy Rate ของ PR9 อยู่ที่ประมาณ 70% โดยในช่วงปี 1H61 ลดลงมาเหลือ 67% เนื่องจากมีการเพิ่ม Capacity ของเตียงบริการจากเฉลี่ย 147 เตียงในปี 60 เป็น 154 เตียงในงวด 1H61 แต่ในแง่จำนวนวันนอนเพิ่มขึ้น 9% YoY ส่วนหนึ่งเป็นอันสืบเนื่องจากการระบาดของไวรัสโรคโควิด-19 และหากพิจารณาต่อไปในรายละเอียดจะพบว่า Occupancy Rate ของเตียงผู้ป่วยวิกฤติ (ICU) และเตียงอภิบาลผู้ป่วยโรคหัวใจ (CCU) มีอัตราสูงกว่า 75% ส่วนหนึ่งจากการผ่าตัดเปลี่ยนไต ซึ่ง PR9 จะมีแผนการขยาย Capacity ส่วนนี้เพิ่มต่อไป

ส่วน Utilization Rate ของ OPD ปี 2558-1H61 อยู่ที่ 34-38% โดยมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นตามจำนวนผู้ใช้บริการที่เติบโตเฉลี่ย 9% YoY แม้ช่วงที่ผ่านมาไม่ได้มีการทำการตลาดมาก อย่างไรก็ตาม Utilization Rate ของ OPD ยังถือว่าอยู่ในระดับต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับคู่แข่งอย่าง BH และ THG ที่อยู่ราว 50-60% ส่วนหนึ่งอาจเกิดจากมีวิธีการคำนวณ Capacity ที่แตกต่างกันตามความเหมาะสมและนโยบายของแต่ละแห่ง แต่ส่วนสำคัญที่ทำให้ Utilization Rate ต่ำพบว่าเกิดจากการรักษาโรคเฉพาะทางในระดับตติยภูมิ เช่น ศูนย์หัวใจ จะใช้ระยะเวลามากและกระจุกตัวบางช่วงเวลา ทำให้ต้องเปิดห้องสำหรับศูนย์นั้นมากกว่าที่ควรจะเป็น แต่ก็ทำให้มีค่าบริการเฉลี่ยต่อรายของ OPD ค่อนข้างสูงกว่าหลาย ๆ รพ. ในระดับกลางดังที่กล่าวมาข้างต้น อย่างไรก็ตาม ก็ยังถือว่าต่ำกว่าของ BH ที่เป็นคู่แข่งที่ใกล้เคียงกัน โดย PR9 อยู่ระหว่างการจัดการประสิทธิภาพห้องตรวจใหม่ให้ดีขึ้นในอนาคต

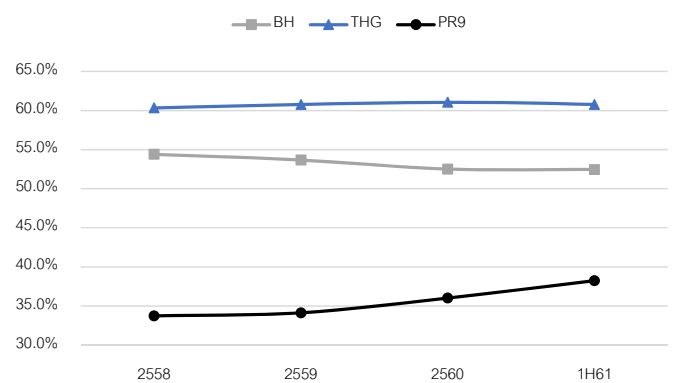
Occupancy Rate เตียง IPD สูงสุดในกลุ่ม sw. ที่รับผู้ป่วยเงินสดที่ Coverage จากเตียง ICU และ CCU ที่เชี่ยวชาญ แต่ Utilization Rate ห้องตรวจ OPD ต่ำสุด เนื่องจากการจ่ายห้องตรวจไปศูนย์ที่รักษาโรคซับซ้อนและใช้เวลาตรวจนานกว่าค่าเฉลี่ย

เปรียบเทียบ IPD Occupancy Rate (Utilization Rate)



ที่มา : รวบรวมโดย ASPS

เปรียบเทียบ OPD Utilization Rate



ที่มา : รวบรวมโดย ASPS

กลยุทธ์การเติบโตเน้นการขยายฐานรายได้

สร้างเครือข่ายพันธมิตร เพื่อรับส่งต่อผู้ป่วยโรคไต จากข้อจำกัดด้านการเป็น รพ. เดี่ยว ที่อาจเติบโตได้ค่อนข้างจำกัด และกระจายความเสี่ยงได้น้อยกว่า รพ. ที่เป็นเครือข่าย (Chain Hospital) เนื่องจาก PR9 ตั้งใจจะควบคุมคุณภาพการรักษายาบาล ชื่อเสียง และใช้ประโยชน์จากพื้นที่บริการให้มีประสิทธิภาพมากที่สุด ซึ่งเป็นแนวทางเดียวกับ BH ล่าสุด PR9 ได้ลงนามเครือข่าย รพ. พันธมิตร 9 แห่ง ส่วนมากจะเป็น รพ. ในกลุ่ม รพ. ปากน้ำโพ และ THG บางแห่ง เพื่อรับส่งต่อผู้ป่วยที่ต้องการผ่าตัดเปลี่ยนไตมายัง PR9 เป็นการขยายฐานผู้ป่วยกลุ่มโรคซับซ้อนที่ PR9 มีความถนัด และเสริมโอกาสการเพิ่ม Waiting List ไปในตัว ทำให้มีโอกาสให้บริการมากขึ้นหากมีการบริหารจัดการเพิ่มเติมเข้ามา

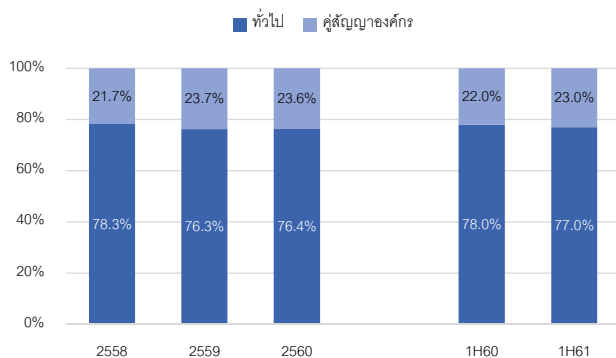
ชูจุดเด่นด้านคุณภาพและราคา ขยายฐานลูกค้าคู่สัญญาองค์กร โดยปัจจุบัน PR9 มีฐานรายได้จากลูกค้าคู่สัญญาฯ (Corporate Contract + Insurance) อยู่ราว 23-24% และ 3 ใน 4 เป็นรายได้จากกลุ่มประกันสุขภาพ ซึ่งมีกลยุทธ์การสร้างเครือข่ายกับบริษัทที่ดูแลด้านสินไหมมากขึ้น ส่วนกลุ่มลูกค้าบริษัท ถือเป็นกลุ่มเป้าหมายหลักที่ PR9 จะเจาะตลาดสำนักงานต่างๆ บนพื้นที่ New CBD ที่ยังเติบโตได้อีกมาก ด้วยการทำการตลาดเชิงรุก เช่น การปรับภาพลักษณ์ (Rebranding) การเข้าไปให้

ความรู้ด้านสุขภาพ เป็นต้น รวมทั้งยังมีโปรแกรมการตรวจสุขภาพที่มีความซับซ้อนมากยิ่งขึ้น เพื่อเพิ่มโอกาสในการรักษาโรคซับซ้อนให้กับผู้ป่วยมากขึ้น

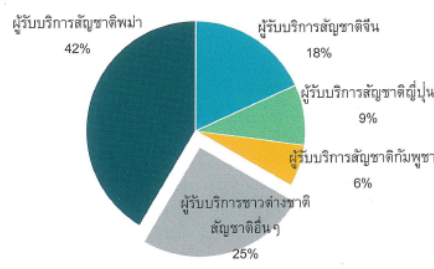
ขยายฐานผู้ป่วยต่างชาติ ทั้ง Medical Tourism และ Expat โดยตั้งเป้าหมายเพิ่มจำนวนผู้รับบริการเป็น 15% ในปี 2565 จากปัจจุบันจำนวนผู้ให้บริการอยู่ที่ 9% (แต่มีสัดส่วนรายได้ 13-15%) ส่วนมากจะเป็นกลุ่ม Medical Tourism ชาวเมียนมาร์ จีน และกัมพูชาเป็นหลัก โดยรูดตลาดดังกล่าว รวมทั้งกลุ่ม Medical Tourism ชาวจีนตลาดที่มารักษาในไทยเพิ่มขึ้นอยู่แล้ว ผ่านการสร้างเครือข่ายพันธมิตรและ Agency เป็นหลัก ส่วนกลุ่ม Expat ที่หลักๆ เป็นชาวจีนและญี่ปุ่น จะดำเนินแผนการตลาดเชิงรุกผ่านกลุ่มลูกค้าองค์กร สถานทูต และคอนโดมิเนียม

โครงสร้างรายได้แบ่งตามกลุ่มผู้ชำระค่ารักษา (by payor)

สัดส่วนผู้ป่วยชาวต่างชาติแบ่งตามสัญชาติ



ที่มา : PR9 / รวบรวมโดย ASPS



ที่มา : สำนักบริหารแรงงานต่างด้าว / รวบรวมโดย PR9

นำเงิน IPO ลงทุนอาคารใหม่ + ปรับปรุงอาคาร เพิ่ม Capacity เกือบ 2 เท่า ภายในปี 65

ในปัจจุบัน PR9 มีโครงการลงทุนที่สำคัญ ดังนี้

1. โครงการก่อสร้างอาคารใหม่ ที่มีความคืบหน้าเกือบ 50% แล้ว เป็นอาคาร 16 ชั้น และมีชั้นใต้ดินอีก 2 ชั้น ประกอบด้วยห้องตรวจ OPD จำนวน 83 ห้อง เตียง IPD จำนวน 59 เตียง และห้องผ่าตัด 3 ห้อง รวมทั้งลานจอดรถอีก 381 คัน คาดว่าจะเปิดให้บริการงวด 4Q62 โดยจะเน้นการให้บริการ OPD สำหรับผู้ป่วยที่ไม่ซับซ้อนมาก เช่น ศูนย์ทางเดินอาหารและตับ ศูนย์ตรวจสุขภาพ และศูนย์ผิวหนังและความงาม เป็นต้น ซึ่งส่วนหนึ่งจะเป็นการย้ายศูนย์ OPD จากอาคารเดิมมายังอาคารใหม่เพื่อขยายขอบเขตการรักษาให้มากขึ้น รวมทั้งนำพื้นที่อาคารเดิมไปขยายเตียงบริการ และอีกส่วนหนึ่งเป็นการเปิดศูนย์ใหม่ต่อยอดจุดแข็งด้านคุณภาพ เพื่อขยายฐานลูกค้าใหม่ๆ ประกอบด้วย ศูนย์ตรวจสุขภาพครบวงจร ศูนย์แม่ตบอภิก ศูนย์ภูมิแพ้และหอบหืด และศูนย์รักษาอาคารปวดและเวชศาสตร์ฟื้นฟู โดยรวมอาคารใหม่จะให้ความสำคัญกับกลุ่มผู้ต้องการดูแลและส่งเสริมสุขภาพ (Health Promotion and Wellness) แต่ความแตกต่างจากบริการ Wellness ของกลุ่ม รพ. อื่นๆ คือบริการของ PR9 ยังเป็นบริการที่ใกล้เคียงกับการรักษามากกว่า

สำหรับบลงทุนอาคารใหม่ 2,343 ล้านบาท แบ่งออกเป็น 1) ค่าที่ดิน 333 ล้านบาท 2) งานก่อสร้างงานระบบ และตกแต่ง 1,610 ล้านบาท 3) เครื่องมือแพทย์ 300 ล้านบาท และ 4) อื่นๆ 100 ล้านบาท

2. โครงการปรับปรุงอาคารปัจจุบัน โดยในปี 2561 จะมีการพัฒนาห้องพักรักษาผู้ป่วยกึ่งวิกฤต (Step Down ICU) จำนวน 21 เตียง โดยเป็นผู้ป่วยที่เพิ่งผ่านพ้นภาวะวิกฤต (ICU) และยังต้องการการดูแลที่มากกว่าปกติ ช่วยผู้ป่วยลดค่าบริการห้อง ICU ที่สูงเกินจำเป็น และทำให้ รพ. สามารถรับผู้ป่วย ICU ได้มากขึ้น แต่ไม่ต้องลงทุนสูงมากเท่ากับการสร้างห้อง ICU เพิ่มเติม รวมทั้งยังช่วยลดค่าใช้จ่ายของผู้ป่วยไปด้วย โดยคาดว่าจะเปิดให้บริการได้ในงวด 4Q61

ต่อมาในปี 2562 หลังเปิดอาคารใหม่จะมีการย้ายศูนย์การแพทย์บางส่วนไปยังอาคารใหม่ และปรับปรุงพื้นที่อาคารปัจจุบันให้เป็นอาคารสำหรับรักษาโรคเฉพาะทางและโรคซับซ้อน เช่น โรคหัวใจ

โรคไต โรคสมอง และโรคมะเร็ง เป็นต้น และทยอยเพิ่มเติมในพื้นที่ของอาคารเดิมที่ว่างลงไปจนถึงปี 2565 นอกจากนี้ ในปี 2563 จะสร้างห้อง ICU และ CCU (สำหรับผู้ป่วยโรคหัวใจ) เพิ่มอีก 24 เตียง ทำให้ในปลายปี 2565 จะมีเตียงบริการเพิ่มเป็น 313 เตียง จากเดิม 149 เตียง ในปี 2560

3. โครงการก่อสร้างอาคารอื่นๆ ประกอบด้วย ก่อสร้างอาคารสำนักงาน 6 ชั้น ซึ่งหลังก่อสร้างเสร็จจะทำให้พื้นที่ในอาคารเดิมเพิ่มหลังย้ายเจ้าหน้าที่ธุรการไปช่วงราว 4Q61 ก่อสร้างหอพักพยาบาล 8 ชั้น รองรับบริการขยายตัวในอนาคตที่ต้องมีการเพิ่มจำนวนพยาบาลอีกมากตามการขยายเตียงบริการ และลงทุนระบบเทคโนโลยีสารสนเทศด้านบุคลากร ระบบงาน และการบริการ เป็นต้น

โดยรวม PR9 มีแผนการใช้จ่ายเงินลงทุนประมาณ 3.2 พันล้านบาท จะใช้เงินจากการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุน IPO หลังหักค่าธรรมเนียมต่างๆ แล้วราว 1.9 พันล้านบาท ไปก่อสร้างอาคารใหม่ 1.6 พันล้านบาท ปรับปรุงอาคารปัจจุบัน 110 ล้านบาท และก่อสร้างสถานที่พักสำหรับพนักงานและบุคลากรทางการแพทย์ 200 ล้านบาท ส่วนที่ขาดอีกราว 1.3 พันล้านบาท คาดว่าจะใช้กระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่มีอยู่ประมาณปีละ 4-6 ร้อยล้านบาท

แผนการขยายเตียงบริการปี 2561-65

	ห้องพักที่เพิ่มขึ้น	ห้อง Step Down ICU	ICU และ CCU	ห้องพักรักษาผู้ป่วยใน		ห้องอภิบาลทารกแรกเกิด (NICU)	Total
				(ก)	(ข)		
2560	-	-	24	122	-	3	149
2561	21	-	24	122	-	3	170
2562	21	-	24	140	59	3	247
2563	21	-	48	140	59	3	271
2564	21	-	48	161	59	3	292
2565	21	-	48	182	59	3	313

ที่มา : PR9

หมายเหตุ : (ก) = อาคารปัจจุบัน, (ข) = อาคารใหม่

แผนการใช้เงินลงทุนปี 2561-63

แผนการลงทุนโดยประมาณ (หน่วย : ล้านบาท)	2561F	2562F	2563F
ปรับปรุงอาคารปัจจุบัน	341.2	188.9	323.3
ก่อสร้างอาคารใหม่	1,194.5	742.0	-
ก่อสร้างอาคารสำนักงาน	52.4	19.7	-
ก่อสร้างหอพักพยาบาล	60.0	140.0	-
พัฒนาระบบเทคโนโลยีฯ	25.7	15.8	8.0
รวม	1,673.8	1,160.4	331.3

ที่มา : PR9

ผลการดำเนินงานที่ผ่านมามีแนวโน้มเติบโตในระดับปกติ

ผลการดำเนินงานปี 2558-60 ของ PR9 มีรายได้จากการรักษาพยาบาลเติบโตเฉลี่ย 11% ต่อปี ถือเป็นระดับการเติบโตแบบปกติ ทั้งจากจำนวนผู้ป่วยนอก (OPD) ที่เพิ่มขึ้น และการปรับเพิ่มค่าบริการ ขณะที่จำนวนผู้ป่วยใน (IPD) เติบโตเฉลี่ยเพียง 0.7% ต่อปี แต่มีรายได้เพิ่มขึ้น 10.4% YoY จากค่าบริการเฉลี่ยต่อรายของผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นตามการรักษาโรคที่ซับซ้อนมากขึ้น โดยเฉพาะการผ่าตัดเปลี่ยนไต ส่วน Gross margin ยังรักษาอยู่ในระดับ 30-32% ขณะที่ Net margin อยู่ในระดับ 9.5-11.4% โดยปี 2560 มีฐานกำไรอยู่ที่ 262 ล้านบาท เพิ่มขึ้นเพียง 0.9% จากปี 2559 ที่มี Gross margin สูงกว่า เนื่องจากมีโรคระบาดในปีนี้

สำหรับผลการดำเนินงานงวด 1H61 แม้รายได้จะเติบโตสูงถึง 14.6% YoY จากการเติบโตของจำนวนผู้ป่วยตามปกติ ที่เติบโตจากฐานรายได้งวด 1H60 ที่อยู่ในระดับต่ำทั้งอุตสาหกรรม เนื่องจากไม่มีโรคระบาดเหมือนปกติ รวมทั้งงวด 1Q61 ยังได้รับอานิสงส์จากการระบาดของไวรัสโคโรนา ทำให้ Gross margin กลับมาเป็นปกติที่ 30% จาก 28.7% ในงวด 1H60 แต่ในงวด 1H61 ก็มีค่าใช้จ่ายที่ไม่เกิดขึ้นเป็นประจำ (Non-recurring Items) เช่น ค่าที่ปรึกษาต่างๆ ค่าเผื่อน้ำสงสัยจะสูญ และยังมีค่าใช้จ่ายอื่นๆ ที่เพิ่มจากการบันทึกบัญชีตามมาตรฐานใหม่ เช่น การบันทึกภาระผูกพันสวัสดิการพนักงาน โดยค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นข้างต้นรวมประมาณ 20 ล้านบาท ส่งผลให้กำไรเติบโตเพียง 6% YoY

ในส่วนฐานะการเงินพบว่าที่ผ่านมาร PR9 ดำรงสถานะ Net Cash มาตลอด เนื่องจากไม่มีการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน ขณะที่งวด 1H61 ได้จ่ายเงินปันผล 504 ล้านบาท คิดเป็น 0.84 บาท/หุ้น สำหรับผลการดำเนินงานที่ผ่านมามีแนวโน้มดีเหมือนเดิมก่อนการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

เมื่อนำผลการดำเนินงานของ PR9 มาเปรียบเทียบกับ รพ. ที่ฝ่ายวิจัยศึกษาพบว่า PR9 มี Gross margin ต่ำกว่า BH ที่เน้นผู้ป่วยระดับบน และต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของ BDMS ที่เฉลี่ยจาก รพ. หลายระดับ แต่ก็ยังสูงกว่าของ THG ที่มีนโยบายกำหนดราคาต่ำกว่าคู่แข่งเช่นเดียวกับ PR9 เนื่องจาก PR9 อยู่ในทำเลที่มีฐานลูกค้ารายได้สูงมากกว่า อย่างไรก็ตาม หากเทียบกับ รพ. ที่รับประกันสังคมพบว่า PR9 ยังมี Gross margin ที่ต่ำกว่า แม้โดยปกติแล้วการรักษาผู้ป่วยเงินสดจะให้อัตรากำไรที่สูงกว่าผู้ป่วยประกันสังคม เกิดจากนโยบายการกำหนดราคาที่ไม่แพงเกินไป แต่มีต้นทุนที่สูงจากการรักษาโรคซับซ้อน รวมทั้งยังสะท้อนภาพการใช้ศักยภาพที่อาจจะยังไม่เต็มที่ โดยเฉพาะในส่วน OPD ที่มี Utilization Rate ราว 35-38% ต่ำกว่า รพ. อื่นๆ ที่อยู่ราว 50-60% ซึ่งหากในอนาคต PR9 บริหารประสิทธิภาพได้ดีขึ้น Gross margin ก็มีโอกาสดีขึ้น อย่างน้อยควรอยู่ในระดับใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มของ BDMS ตามตำแหน่งราคาเฉลี่ยที่ใกล้เคียงกัน

เปรียบเทียบผลการดำเนินงานและฐานะการเงิน

รายการ (ตามงบการเงินปี 2560) หน่วย : ล้านบาท	กลุ่มที่เน้นรับผู้ป่วยเงินสด				กลุ่มที่รับทั้งผู้ป่วยเงินสดและประกันสังคม			
	PR9	BDMS	BH	THG	BCH	CHG	LPH	RJH
ผลการดำเนินงาน								
รายได้หลัก	2,421	71,933	18,279	6,612	7,255	3,876	1,428	1,403
Gross Margin	30.6%	33.3%	42.8%	27.7%	32.8%	32.1%	25.2%	29.7%
SG&A/Sales	18.9%	20.1%	17.1%	15.2%	13.2%	14.2%	15.7%	10.9%
กำไรสุทธิ	262	10,216	3,944	554	917	565	194	231
กำไรปกติ	262	8,021	3,944	554	917	565	155	231
Norm Profit Margin	10.8%	11.2%	21.6%	8.4%	12.6%	14.6%	10.8%	16.5%
ฐานะทางการเงิน								
เงินสดและเงินลงทุนชั่วคราว	692	5,663	8,268	725	2,066	416	456	667
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย	-	39,268	6,184	3,686	5,494	862	209	2
ส่วนของผู้ถือหุ้น	2,095	65,871	16,705	8,665	5,912	3,473	1,581	1,666
Net Gearing	Net Cash	0.51	Net Cash	0.34	0.58	0.13	Net Cash	Net Cash

ที่มา : งบการเงินของแต่ละบริษัท / รวบรวมโดย ASPS

ประมาณการทางการเงิน

มองรายได้เติบโต Double Digit ตามการทยอยปลดล็อก Capacity โดยคาดการณ์ผู้ป่วยนอก (OPD) ปี 2561-64 เติบโต 8.1%, 11.5%, 11.3% และ 10.9% YoY ตามลำดับ จากการเติบโตตามปกติ และการทยอยขยายการบริการ OPD ในพื้นที่อาคารใหม่ตั้งแต่ปี 2562 หลังจากนั้นเพิ่มตามอัตราการให้บริการที่เพิ่มขึ้น ขณะที่ค่าบริการเฉลี่ยในปี 2561 คาดว่าจะเพิ่มขึ้น 6% YoY ตามแนวโน้มของงวด 1H61 ที่เพิ่มขึ้น 7% YoY หลังจากนั้นทยอยปรับเพิ่มขึ้น 3% YoY ตามอัตราเงินเฟ้อ

สำหรับผู้ป่วยใน (IPD) คาดการณ์วันนอนปี 2561 จะเพิ่มขึ้น 9.3% YoY จากการเพิ่มเตียงบริการเฉลี่ยเป็น 160 เตียง จาก 147 เตียงในปี 60 ขณะที่ใช้ Occupancy Rate ใกล้เคียงกับปี 60 หลังจากนั้นปี 2562 เป็นต้นไป ที่อาคารใหม่เปิดให้บริการ คาดการณ์วันนอนจะเพิ่มขึ้น 9-12% จากการเพิ่ม Capacity ตามแผนที่วางไว้ แต่มองว่าอาจทำให้ Occupancy Rate ลดลงในช่วง 2-3 ปีแรก แต่หลังจากนั้นจะทยอยปรับเพิ่มขึ้นตามจำนวนผู้ใช้บริการที่เพิ่มขึ้นต่อไป ส่วนค่าบริการเฉลี่ยปี 2562-67 เพิ่มขึ้น 3-5% ต่อปี ตามอัตราเงินเฟ้อและสัดส่วนการรักษาโรคที่ซับซ้อน โดยเฉพาะการผ่าตัดเปลี่ยนไตที่เพิ่มขึ้น

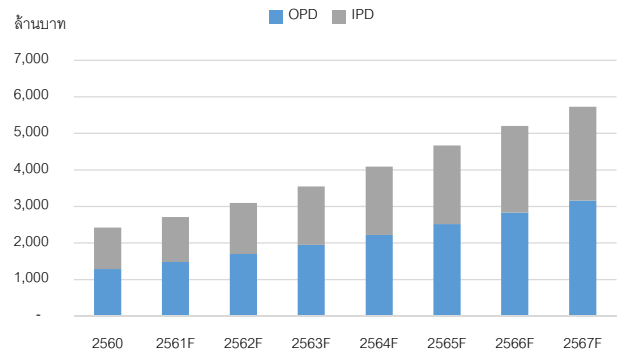
ในภาพรวมจึงทำให้รายได้ปี 2561-67 เติบโตอยู่ในช่วง 10-15% ต่อปี โดยการเติบโตของรายได้จะโดดเด่นในช่วงปี 2563-64 ที่เพิ่งเปิดอาคารใหม่ ทำให้มีฐานผู้ป่วยกลุ่มใหม่เพิ่มขึ้น หลังจากนั้นมองว่าการเติบโตจะเริ่มชะลอลงตามฐานรายได้ที่สูงขึ้น

สมมติฐานด้านรายได้

สมมติฐานรายได้	2560	2561F	2562F	2563F	2564F	2565F	2566F	2567F
OPD								
จำนวนห้องตรวจ (ห้อง)	114	114	134	197	197	197	197	197
Max Capacity (พันครั้ง)	1,083	1,082	1,272	1,870	1,870	1,870	1,870	1,870
%Utilization Rate	36.0%	39.0%	37.0%	28.0%	31.0%	34.0%	37.0%	40.0%
ค่าบริการเฉลี่ย (บาท/ครั้ง)	3,310	3,508	3,614	3,725	3,842	3,969	4,098	4,229
IPD								
จำนวนเตียงบริการเฉลี่ย (เตียง)	147	160	189	253	282	303	313	313
Max Capacity (พันวันนอน)	53.83	58.40	69.08	92.35	102.75	110.41	114.25	114.25
%Occupancy Rate	69.5%	70.0%	65.0%	53.0%	53.0%	55.0%	57.0%	60.0%
ค่าบริการเฉลี่ย (พันบาท/วันนอน)	30.20	30.20	31.11	32.66	34.30	35.33	36.39	37.48

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

แนวโน้มการเติบโตของรายได้

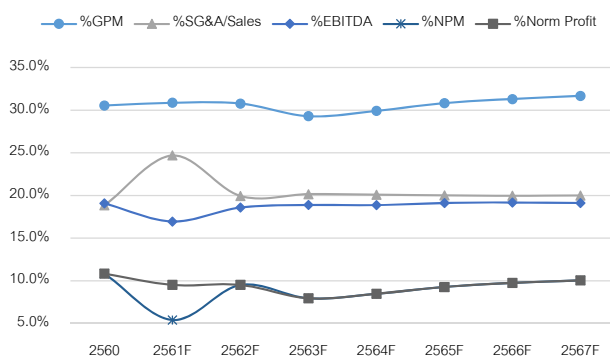


ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

Gross Margin จะถูกกดดันจากการเปิดอาคารใหม่ โดยในปี 2561 คาดการณ์อัตรากำไรขั้นต้นที่ 30.9% เพิ่มขึ้นจากปี 2560 ที่มีโรคระบาดไม่สูงมาก ขณะที่ปี 2562 คาดว่าจะมีระดับใกล้เคียงกัน แม้จะมีค่าเสื่อมราคาเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากการเปิดอาคารใหม่ช่วง 4Q22 แต่หลังจากนั้นในปี 2563 อัตรากำไรขั้นต้นจะลดลงเหลือ 29.3% ตามค่าเสื่อมราคาของอาคารใหม่ที่รับรู้เต็มปีเป็นปีแรก ขณะที่การเพิ่มบุคลากรคาดว่าจะไม่กระทบมาก เนื่องจากส่วนหนึ่งจะเป็นบุคลากรเดิมที่ย้ายไปให้บริการในอาคารใหม่ ตามการย้ายศูนย์การแพทย์ออกไป และนำพื้นที่อาคารเดิมมาปรับปรุงเป็นห้องพักรักษาผู้ป่วยแทน โดยอัตรากำไรขั้นต้นจะปรับตัวดีขึ้นตั้งแต่ปี 2564 เป็นต้นไป ตามรายได้ที่เพิ่มขึ้นมาชดเชยค่าใช้จ่ายคงที่จนเกิดการประหยัดจากขนาดมากขึ้น (Economy of scale)

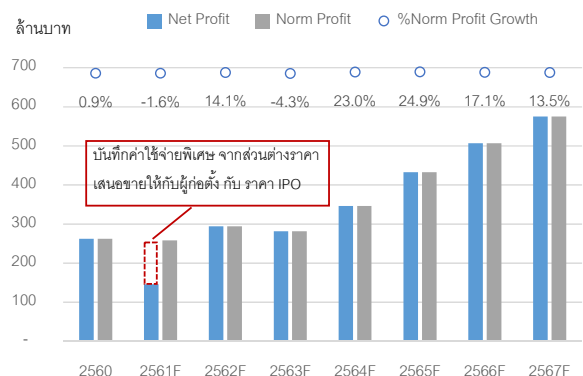
Net Margin จะต่ำกว่า 10% ไปหลายปี โดยในปี 2561 คาดว่าจะมีกำไรจากการดำเนินงาน 258.1 ล้านบาท ลดลงเล็กน้อย 1.6% YoY คิดเป็น Norm Profit Margin ที่ 9.5% ลดลงจาก 10.8% ในปี 2560 เกิดจากค่าใช้จ่ายทั่วไปที่เพิ่มขึ้นจากการเตรียมความพร้อมเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นหลัก แต่กำไรสุทธิปี 2561 จะลดลง 44% YoY เหลือ 146.2 ล้านบาท เกิดจากการบันทึกค่าใช้จ่ายพิเศษจำนวน 111.9 ล้านบาท จากส่วนต่างระหว่างราคาเสนอขายหุ้น IPO ที่ 11.6 บาท/หุ้น กับ ราคาเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนให้กับผู้ก่อตั้งที่ 2.65 บาท/หุ้น จำนวน 12.5 ล้านหุ้น ซึ่งจำหน่ายพร้อมกับหุ้น IPO ส่วนในปี 2562 คาดว่ากำไรจากการดำเนินงานจะกลับมาเติบโตได้ 14.1% YoY ส่วนหนึ่งเกิดจากในปีนี้มีค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนฯ เหมือนปี 2561 แต่ในปี 2563 คาดว่ากำไรจะลดลง 4.3% YoY เนื่องจากค่าใช้จ่ายจากการเปิดอาคารใหม่เพิ่มขึ้นมากกว่ารายได้ที่เพิ่มขึ้น โดยมี Net Profit Margin ที่ 7.9% หลังจากนั้นจึงทยอยเพิ่มขึ้นตามการเก็บเกี่ยวผลตอบแทนโครงการลงทุน โดยเด่นสุดในปี 2564-65 ที่เติบโต 23-25% YoY จากฐานที่ต่ำในปี 2563

อัตรากำไร และ SG&A/Sales



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

แนวโน้มการเติบโตของกำไร



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

ประเมินมูลค่า Market Cap. อยู่ที่ 10,161 ล้านบาท

PR9 มีหุ้นสามัญเดิม 600 ล้านหุ้น และจะเสนอขายหุ้น IPO แบบปกติไม่เกิน 180 ล้านหุ้น และอาจมีจัดสรรหุ้นส่วนเกิน (Greenshoe) อีกไม่เกิน 20 ล้านหุ้น รวมเป็นไม่เกิน 200 ล้านหุ้น ซึ่งการเสนอขายหุ้นส่วนเกินนี้จะเกิดขึ้นเมื่อมีความต้องการจองซื้อหุ้นเกิน 180 ล้านหุ้น โดยวิธีการเสนอขายหุ้นส่วนเกินนี้จะมี 2 รูปแบบ คือ 1) ยืมหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่มาเสนอขายก่อน แล้วซื้อคืนภายใน 30 วัน และ/หรือ 2) การใช้สิทธิออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนส่วนเกินไม่เกิน 20 ล้านหุ้น โดยการเลือกใช้วิธีการใดขึ้นอยู่กับความเหมาะสม และวิธีการข้างต้นออกแบบมาเพื่อใช้รักษาระดับราคาหุ้นหลังเข้าซื้อขายในตลาดฯ ดังนั้น จำนวนหุ้นหลังเข้าซื้อขายในตลาด 30 วัน จึงมีโอกาสเป็นไปได้ทั้ง 780-800 ล้านหุ้น

ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่ากิจการของ PR9 อิงวิธี Discounted Cash Flow (DCF) ด้วย WACC 9.2% และใช้ Terminal Growth ที่ 2.5% ได้มูลค่าพื้นฐานปี 2562 ที่ 10,161 ล้านบาท คิดเป็นราคาหุ้นที่ 13 บาท ในกรณีไม่ใช้สิทธิซื้อหุ้นเพิ่มทุนส่วนเกิน เทียบเป็น PER ปี 2562 ที่ 34.4x ขณะที่ราคา IPO 11.60 บาท เทียบเป็น PER ที่ 30.7x ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทที่ศึกษาที่ 32.2x เล็กน้อย แต่สูงกว่าค่าเฉลี่ยของ รพ. ที่ศึกษา ที่ตั้งอยู่บนทำเลเดียว (Stand-alone) ที่ 28.2x

แม้ว่ามูลค่าพื้นฐานที่ 13 บาท จะมี Upside คงเหลืออีกราว 12% แต่ฝ่ายวิจัยมองว่า PER บนราคา IPO ที่ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของ รพ. Stand-alone รวบรวม 23-30x อาจไม่คุ้มค่ากับความเสี่ยงหลายประเด็น ทั้งการมีผู้ถือหุ้นรายย่อยเดิมที่ไม่ติด Silent Period รวบรวม 183.5 ล้านหุ้นที่มีต้นทุนต่ำกว่าราคา IPO อาจทยอยขายหุ้นออกมาได้ ซึ่งจะต่างจากรพ. อื่นๆ ในตลาดที่ไม่มีความเสี่ยงนี้แล้ว และความเสี่ยงจาก Sentiment เชิงลบ จากกำไรงวด 4Q61 ที่จะขาดทุนจากการบันทึกค่าใช้จ่ายจากการเสนอขายหุ้นให้กับกลุ่มผู้ก่อตั้ง นอกจากนี้ หากราคาหุ้นปรับตัวสูงกว่าราคา IPO ก็มีโอกาสเพิ่มทุนอีกไม่เกิน 20 ล้านหุ้น ตามสิทธิที่ได้รับจากการออก Greenshoe ดังนั้น ฝ่ายวิจัยจึงแนะนำ ถือ หรือ Switch ไปลงทุน BDMS (FV62@B30.0) แทน จาก Upside ที่สูงกว่า และเป็น รพ. เครือข่ายที่เติบโตได้แข็งแกร่งมากกว่า และมีการกระจายความเสี่ยงได้ดีกว่า

ตารางเปรียบเทียบ PER sw. ที่ศึกษา

Company	PER '61	PER '62
PR9	28.3	30.7
BH	31.2	28.6
LPH	35.2	29.8
RJH	26.2	23.4
Avg Stand-alone	30.2	28.2
BDMS	38.5	34.8
BCH	45.4	40.5
CHG	40.1	37.1
Avg Chain-Hos.	41.3	37.5
Avg - Coverage	35.0	32.2

ที่มา : ASPS Est. (ราคาปิด ณ 26/10/18)

หมายเหตุ : ใช้ Norm EPS คำนวณ

สมมติฐานสำคัญในการประเมินมูลค่าพื้นฐาน

Detail	Amount / %
Beta	0.80
Ke	9.2%
Kd (1-t)	3.6%
WACC	9.2%
Terminal Growth	2.5%
Sum of Discounted Free Cash Flow	9,631.4
Less Net Debt (Cash)	(529.8)
Sum of Share Holder Value	10,161.3

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

เปรียบเทียบราคาพื้นฐานตามการใช้สิทธิฯ ซื้อหุ้นสามัญส่วนเกิน

รายการ	กรณี ไม่ใช้สิทธิ ออกหุ้นสามัญ ส่วนเกิน	กรณี ใช้สิทธิออก หุ้นสามัญส่วนเกิน
มูลค่าพื้นฐานปี 62 (ล้านบาท)	10,161	10,161
จำนวนหุ้น (ล้านหุ้น)	780	780 + 20 = 800
ราคาหุ้น (บาท/หุ้น)	13.00	12.70
เทียบเป็น PER ปี 62 (เท่า)	34.4	33.6
Upside จากราคา IPO 11.6 บ.	12.07%	9.48%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

ประเด็นความเสี่ยงสำคัญ

1. ความเสี่ยงด้านธุรกิจ

เกิดจากบนทำเลใกล้เคียงของ PR9 ในปัจจุบันมี รพ. ทั้งระดับกลางและบนที่มีชื่อเสียงอยู่จำนวนมาก เช่น รพ.กรุงเทพ รพ.บำรุงราษฎร์ และ รพ.สมิติเวช ทำให้มีโอกาสเกิดการแข่งขันที่สูง อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคต นอกจากนี้ การที่ PR9 เน้นการรักษาโรคที่ซับซ้อน และมีการพึ่งพิงแพทย์เฉพาะทางสูง ก็จะทำให้เกิดการแข่งขันชิงตัวทีมแพทย์เฉพาะทางมากยิ่งขึ้น

2. ความเสี่ยงด้านโครงการลงทุนไม่เป็นไปตามแผน

มีความเสี่ยงทั้งจากการก่อสร้างที่อาจล่าช้าไปกว่าแผน หรือ การเติบโตของรายได้ไม่เป็นไปตามแผนที่วางไว้ ซึ่งจะทำให้ margin ชะลอตัวนานกว่าที่คาดไว้ ตามต้นทุนคงที่ที่สูงขึ้น

3. ความเสี่ยงด้านราคาหุ้น

เนื่องจากมีผู้ถือหุ้นรายย่อยเดิมจะไม่ได้ติดเงื่อนไข Silent Period ราว 183.5 ล้านหุ้น และส่วนใหญ่มีต้นทุนที่ราคาพาร์ 1 บาท/หุ้น จะสามารถขายหุ้นที่ถืออยู่ได้ตั้งแต่เข้าซื้อขายในตลาดฯ วันแรก เนื่องจากเป็นกลุ่มที่เกินจากเกณฑ์ ที่กำหนดให้ผู้ถือหุ้นเดิมต้องติดเงื่อนไข Silent Period ไม่น้อยกว่า 55% จึงเป็นความเสี่ยงกดดันราคาหุ้นได้ โดย PR9 อ้างว่าจากการสำรวจผู้ถือหุ้นเดิมส่วนมากยังมีความประสงค์จะถือหุ้นต่อไป และการออกหุ้น IPO ครั้งนี้ มีกลไกในการรักษาระดับราคาหุ้นในช่วงระหว่าง 30 วันแรก ด้วยการจัดสรรหุ้นส่วนเกิน (Greenshoe) 20 ล้านหุ้น ในราคา IPO โดยขั้นแรกอาจมีการยืมหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ส่งมอบไปก่อน และจะต้องนำมาคืนภายใน 30 วัน หากราคาหุ้นในตลาดสูงกว่าราคา IPO ก็อาจมีการใช้สิทธิออกหุ้นเพิ่มทุนส่วนเกินเพื่อนำไปคืนให้กับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ แต่หากราคาหุ้นลดลงต่ำกว่าราคา IPO อาจจะใช้วิธีการซื้อในตลาดฯ มาคืน ซึ่งจะช่วยพยุงราคาหุ้นขึ้นมาได้ แต่ฝ่ายวิจัยมองว่าหากครบกำหนดภายใน 30 วัน หรือสั้นกว่านั้นหากคืนหุ้นให้รายใหญ่ได้ครบแล้ว อาจทำให้ราคาหุ้นผันผวนได้จากการที่ไม่มีเครื่องมือช่วยรักษาระดับราคาแล้ว

ผลการดำเนินงานงวด 2Q61 ของ PR9

(ล้านบาท)	4Q59	1Q60	2Q60	3Q60	4Q60	1Q61	2Q61	%QoQ	%YoY	1H61	1H60	%YoY
รายได้จากการให้บริการ	n.a.	558	556	n.a.	n.a.	642	636	-1.1%	14.3%	1,278	1,114	14.7%
กำไรขั้นต้น	n.a.	170	150	n.a.	n.a.	198	187	-5.6%	24.5%	385	320	20.2%
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	n.a.	(103)	(116)	n.a.	n.a.	(145)	(134)	-8.1%	14.6%	(279)	(219)	27.0%
ค่าเสื่อมราคา	n.a.	37	38	n.a.	n.a.	38	38	1.2%	1.9%	77	74	2.9%
EBITDA	n.a.	112	80	n.a.	n.a.	102	98	-3.3%	23.5%	200	192	4.3%
กำไรสุทธิ	n.a.	61	35	n.a.	n.a.	52	50	-3.6%	42.1%	103	97	6.1%
EPS	n.a.	0.10	0.06	n.a.	n.a.	0.09	0.08	-3.6%	42.1%	0.17	0.16	6.1%
กำไรปกติ	n.a.	61	35	n.a.	n.a.	52	50	-3.6%	42.1%	103	97	6.1%
Gross margin	n.a.	30.5%	27.0%	n.a.	n.a.	30.8%	29.4%			30.1%	28.7%	
Net margin	n.a.	11.0%	6.4%	n.a.	n.a.	8.1%	7.9%			8.0%	8.7%	
SG&A/Sales	n.a.	18.5%	20.9%	n.a.	n.a.	22.6%	21.0%			21.8%	19.7%	

ที่มา : งบการเงิน / ฝ่ายวิจัย ASPS

ภาพจำลองอาคารใหม่และอาคารปัจจุบันหลังปรับปรุง



อาคารใหม่

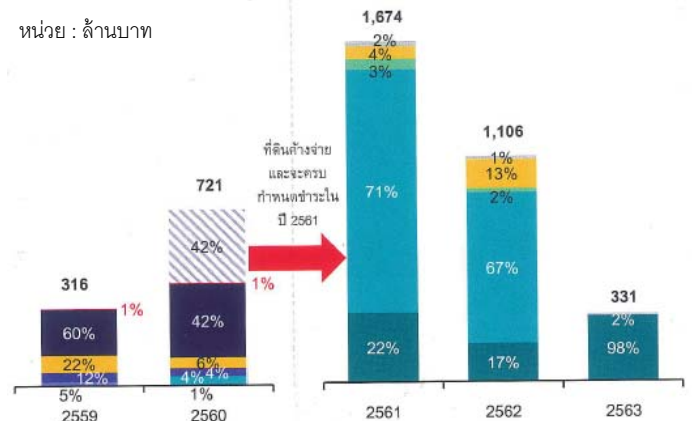


อาคารปัจจุบัน
หลังปรับปรุงใหม่

ที่มา : PR9

แผนการลงทุนในช่วง 3 ปีนี้ ถือเป็นการลงทุนใหญ่เมื่อเทียบกับในอดีต

หน่วย : ล้านบาท



ที่มา : PR9

Historical PER ของกลุ่มการแพทย์

Historical PER - 2 Years



ที่มา : SET Smart (as of 18/10/2018)

ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญ

1. ความเสี่ยงด้านการแข่งขันทั้งการขยายฐานลูกค้าและจัดหาบุคลากร
2. ความเสี่ยงด้านโครงการลงทุนไม่เป็นไปตามแผน
3. ความเสี่ยงด้านราคาหุ้นในช่วงเริ่มต้นเข้าซื้อขายในตลาด เนื่องจากอาจมีผู้ถือหุ้นเดิมที่ไม่ติดเงื่อนไข Silent Period จำนวน 183.5 ล้านหุ้น อาจขายหุ้นออกมาในช่วงแรก หรือ หลังจากพ้นช่วง 30 วันหลังเข้าซื้อขายที่ Underwriter สามารถดำเนินการเพื่อรักษาระดับราคาได้ด้วยวิธีการออกหุ้น Green Shoe ได้

ที่มา : รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2561-63

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2560	2561F	2562F	2563F
รายได้จากการให้บริการ	2,421	2,715	3,097	3,548
ต้นทุนการบริการ	1,682	1,877	2,143	2,509
กำไรขั้นต้น	740	838	954	1,040
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	456	558	618	715
กำไรจากการดำเนินงาน	283	280	336	324
รายได้(ค่าใช้จ่าย)อื่น	34	31	32	28
รายการพิเศษ	-	(112)	-	-
กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี	317	199	368	352
ดอกเบี้ยจ่าย	-	-	-	-
ภาษีเงินได้	55	53	74	70
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	262	146	294	282
กำไรสุทธิจากการดำเนินงานปกติ	262	258	294	282
EPS				
การเติบโตของรายได้จากการให้บริการ (YoY)	8.2%	12.1%	14.1%	14.6%
การเติบโตของกำไรสุทธิ (YoY)	0.9%	-44.2%	101.3%	-4.3%
อัตรากำไรขั้นต้น	30.6%	30.9%	30.8%	29.3%
อัตรากำไรสุทธิ	10.8%	5.4%	9.5%	7.9%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	3Q60	4Q60	1Q61	2Q61
รายได้จากการให้บริการ	n.a.	n.a.	642	636
ต้นทุนการบริการ	n.a.	n.a.	445	449
กำไรขั้นต้น	n.a.	n.a.	198	187
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	n.a.	n.a.	145	134
กำไรจากการดำเนินงาน	n.a.	n.a.	53	53
รายได้(ค่าใช้จ่าย)อื่น	n.a.	n.a.	11	6
รายการพิเศษ	n.a.	n.a.	-	-
กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี	n.a.	n.a.	64	60
ดอกเบี้ยจ่าย	n.a.	n.a.	-	-
ภาษีเงินได้	n.a.	n.a.	11	9
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	n.a.	n.a.	-	-
กำไรสุทธิ	n.a.	n.a.	52	50
กำไรสุทธิจากการดำเนินงานปกติ	n.a.	n.a.	52	50
EPS	n.a.	n.a.	0.09	0.08
การเติบโตของรายได้จากการให้บริการ (YoY)	n.a.	n.a.	15.2%	14.3%
การเติบโตของกำไรสุทธิ (YoY)	n.a.	n.a.	-14.7%	42.1%
อัตรากำไรขั้นต้น	n.a.	n.a.	30.8%	29.4%
อัตรากำไรสุทธิ	n.a.	n.a.	8.1%	7.9%

อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2560	2561F	2562F	2563F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.34	3.74	1.91	2.17
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า(เท่า)	18.22	15.38	15.38	15.38
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	(2.73)	(5.56)	(5.56)	(5.56)
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น(เท่า)	0.36	0.13	0.14	0.15
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	10.2%	4.1%	6.6%	6.1%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	13.2%	4.9%	7.6%	7.0%
Net Gearing (เท่า)	net cash	net cash	net cash	net cash

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2561-63

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2560	2561F	2562F	2563F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิ	260	146	294	282
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	151	155	214	323
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสดอื่นๆ	4	136	6	7
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์และหนี้สินดำเนินงาน	27	(40)	15	0
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	442	397	530	612
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	161	(246)	500	(100)
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(540)	(1,395)	(1,026)	(281)
อื่นๆ	14	-	-	-
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(366)	(1,641)	(526)	(381)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	-	-	-	-
อื่นๆ	-	1,966	-	-
ลด จ่ายปันผล	(47)	(504)	(129)	(147)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(47)	1,462	(129)	(147)
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	29	218	(126)	84

งบดุล (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2560	2561F	2562F	2563F
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	238	456	330	414
เงินลงทุนระยะสั้น	454	700	200	300
ลูกหนี้การค้าและลูกหนี้อื่น	133	176	201	231
สินค้าคงเหลือ	39	56	64	100
สินทรัพย์ถาวร	1,805	2,756	3,649	3,657
สินทรัพย์อื่น	188	177	97	47
สินทรัพย์รวม	2,857	4,322	4,542	4,749
เจ้าหนี้การค้าและเจ้าหนี้อื่น	617	338	386	452
หนี้สินอื่นๆ	145	169	176	182
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย - ระยะสั้น	-	-	-	-
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย - ระยะยาว	-	-	-	-
หนี้สินรวม	762	507	562	634
ทุนเรียกชำระแล้ว	600	780	780	780
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	10	1,908	1,908	1,908
กำไรสะสม	1,483	1,125	1,290	1,425
ส่วนของผู้ถือหุ้น	2,095	3,815	3,980	4,115
รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	2,857	4,322	4,542	4,749

สมมติฐานในการประมาณการ

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2560	2561F	2562F	2563F
จำนวนผู้ป่วยเงินสด OPD (ครั้ง)	390,185	421,925	470,514	523,468
จำนวนวันนอนผู้ป่วยเงินสด IPD (วันนอน)	37,418	40,880	44,900	48,943
อัตราค่าบริการ OPD เฉลี่ย (บาท/ครั้ง)	3,310	3,508	3,614	3,725
อัตราค่าบริการ IPD เฉลี่ย (บาท/วันนอน)	30,202	30,202	31,108	32,663
%Gross Profit Margin	30.6%	30.9%	30.8%	29.3%
%SG&A/Sales	18.9%	24.7%	19.9%	20.2%
%Effective tax rate	17.3%	26.6%	20.0%	20.0%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS