

โรงพยาบาลจุฬารัตน์ – CHG



ซื้อ

ราคาเป้าหมาย 2.38 บาท
Upside/Downside +60%
Median Consensus 2.00 บาท
1M price direction: 

คาดการณ์ 4Q68 พื้นตัว YoY

- เริ่มเห็นยอดอนุมัติเคสผ่าตัดกระเพาะเพิ่มจากกลุ่มประกันสังคม
- ปี 2569 คาดเติบโตจากเคสผ่าตัดกระเพาะและรายได้จากการบริหารศูนย์หัวใจ
- คาดการณ์ปี 2568 อ่อนตัวลงตามรายได้ และคาดปี 2569 กลับมาเติบโต
- คาดการณ์ 4Q68 ใกล้เคียง 3Q68 จากไข้หวัดที่ระบาดช้ากว่าปกติ แต่เติบโต YoY จากฐานต่ำ ยังคงแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมายปี 2569 ที่ 2.38 บาท โดยวิธี DCF อิงค่า WACC ที่ 8.7%



Stock information

ราคาปิด 1.49 บาท
ราคาปิดสูง/ต่ำใน 1 ปี 2.76/1.39 บาท
มูลค่าตลาด 16,390 ล้านบาท
ปริมาณหุ้น (พาร์ 0.10) 11,000 ล้านหุ้น
Free Float 42.93%
Foreign Limit/Available 49%/35.45%
NVDR in hand (% of share) 4.57%
ปริมาณหุ้นเฉลี่ย/วัน('000) 20,168.14
Anti-corruption: ประกาศเจตนารมณ์
CG Score: -

Update

- รายได้กลุ่มคนไข่วันใน 3Q68 เติบโต 3% YoY จากกลุ่มผู้ป่วยนอกที่ยังคงเติบโต 13% YoY ในขณะที่รายได้จากผู้ป่วยในปรับตัวลดลง 5% YoY จากรายได้ที่ลดลงของกลุ่มผ่าตัดกระเพาะ
- รายได้จากกลุ่มประกันสังคมปรับตัวลดลง 25% YoY จากรายได้ที่ลดลงของเคสผ่าตัดกระเพาะอย่างต่อเนื่อง แต่คาดปี 2569 พื้นตัวดีขึ้น หลังจากเริ่มมีการกลับมาอนุมัติเคสเพิ่มในช่วง 4Q68
- จำนวนผู้ประกันตนอยู่ที่ 90% ของ Quota แต่ยังไม่เห็นแผนขอ Quota เพิ่ม
- คาดโรงพยาบาลจุฬารัตน์ แมสสอ มีผลประกอบการ Breakeven ในช่วง 4Q68
- คาด 4Q68 มีผลการดำเนินงานใกล้เคียง 3Q68 และสูงขึ้น YoY จากการระบาดของไข้หวัดใหญ่ที่ล่าช้ามายัง 4Q68 และจาก 4Q67 ที่มีฐานต่ำ
- ใน 4Q68 คาดรายได้จากกลุ่มคนไข้เงินสดพื้นตัว YoY หนุน Margin พื้นตัวตามรายได้ และการควบคุมค่าใช้จ่าย
- 4Q68 มี Upside จาก Tax saving
- ปี 2569 คาดมีการเติบโตจากการบริหารศูนย์หัวใจเพิ่ม และการเพิ่มขึ้นของรายได้จากโรคซับซ้อน โดยเฉพาะรายได้จากกลุ่มมะเร็ง

ยังคงคาดการณ์กำไรปี 2568-2569

กำไร 9M68 อยู่ที่ 705 ล้านบาท ปรับตัวลดลง 19.3% YoY และคิดเป็น 77% ของที่เราคาดการณ์ที่ 910 ล้านบาท อ่อนตัวลง 5.6% YoY จากรายได้ผ่าตัดกระเพาะที่ลดลงของทั้งคนไข้เงินสดและประกันสังคม แต่เริ่มเห็นยอดอนุมัติเคสผ่าตัดเพิ่ม ส่งผลให้ปี 2569 คาดมีรายได้กลับมาพื้นตัวดีขึ้น และคาดการณ์ปี 2569 ที่ 1.06 พันล้านบาท กลับมาเติบโต 16.6% YoY

ยังคงแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมาย 2.38 บาท

ยังคงคำแนะนำ “ซื้อ” และปรับขึ้นราคาเป้าหมายปี 2569 ที่ 2.38 บาท ด้วยวิธี DCF อิง WACC ที่ 8.7% คาดกำไรปี 2569 กลับมาเติบโตหากเคสผ่าตัดกระเพาะกลับมาปกติ

ความเสี่ยง : การแข่งขันด้านราคา เงินเฟ้อที่สูงขึ้น และโรคระบาดที่ไม่คาดฝัน

ข้อมูลทางการเงิน

Year End:	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales(Bt mn)	7,730	8,237	7,517	7,855	8,175
EBITDA (Bt mn)	1,537	1,540	1,494	1,671	2,058
Net Profit (Bt mn)	1,046	965	910	1,061	1,375
EPS (Bt)	0.10	0.09	0.08	0.10	0.12
EV/EBITDA (x)	23.69	23.93	24.72	22.21	18.27
PER(x)	31.55	34.19	24.18	20.74	16.00
DPS(Bt)	0.07	0.07	0.05	0.06	0.07
Div Yield (%)	2%	2%	2%	3%	4%
ROE (%)	13%	12%	11%	12%	14%
P/BV (x)	4.39	4.27	2.72	2.59	2.43

Source: CHG, Trinity Research



วฤณ มหาดำรงสกุล

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ : 081151
e-mail : V-rin@trinitythai.com

ปัจจัยเสี่ยง

- ความเสี่ยงจากการขาดแคลนบุคลากรทางการแพทย์และบุคลากรวิชาชีพเฉพาะทาง
- ความเสี่ยงจากการแข่งขันในธุรกิจ
- ความเสี่ยงจากการผันผวนของรายได้ตามฤดูกาล
- อัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้น อาจกดดัน Margin

CHG : Financial Statement

CHG's quarterly income statement (Bt mn)

(Unit: Bt mn)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	%QoQ	%YoY
Revenues							
Sales	2,309	1,920.9	1,988	2,012	2,142	6.5%	-7.2%
COGs	1,593	1,417.8	1,438	1,464	1,507	2.9%	-5.4%
Gross profits	716	503	549	548	636	16.0%	-11.3%
Other income	75	20.4	32	17	14	-18.5%	-81.6%
SG&A	243	383.9	277	281	285	1.3%	16.9%
EBITDA	674	265	427	410	493	20.3%	-27.0%
Depreciation&Amortisation	127	125.8	123	126	128	1.4%	0.9%
Interest expense	9	8.2	8	7	7	-6.8%	-25.0%
Income tax	103	32.2	61	56	72	28.2%	-29.9%
Equity from subsidiary	(2)	(7.8)	(2)	(3)	(3)	2.0%	20.8%
Minority interest	16	(0)	7	10	11	13.0%	-32.1%
Net profit before extra item	417	92	225	208	272	31.1%	-34.8%
Extra ordinary gain (loss)	-	-	-	-	-	-	-
Net profit (loss)	417	91.6	225	208	272	31.1%	-34.8%
EPS (Bt) before extra item	0.04	0.01	0.02	0.02	0.02	31.1%	-34.8%
EPS (Bt)	0.04	0.01	0.02	0.02	0.02	31.1%	-34.8%

Source: Trinity Research

Assumption

	Previous		Current	
	2025F	2026F	2025F	2026F
Revenue	7,517	7,855	7,517	7,855
Gross Profit	2,030	2,199	1,992	2,199
EBITDA	1,719	1,867	1,494	1,671
Net Profit	1,090	1,218	910	1,061
EPS	0.09	0.11	0.08	0.10

CHG: นโยบาย ESG

SET ESG Ratings

N/A

E – Environment (ด้านสิ่งแวดล้อม)

- มุ่งส่งเสริมการบริหารจัดการทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ สร้างวัฒนธรรมและปลูกจิตสำนึกในการดูแลรักษาสิ่งแวดล้อม การอนุรักษ์พลังงาน การใช้ทรัพยากรอย่างรู้คุณค่าให้แก่พนักงาน
- จัดซื้อจัดจ้างวัตถุดิบที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม
- มีระบบการจัดการ Waste Management
- สนับสนุนลดการใช้น้ำ ลดการใช้ไฟฟ้า

S – Social (ด้านสังคม)

- เคารพสิทธิมนุษยชนและการปฏิบัติต่อพนักงานอย่างเป็นธรรม ไม่เลือกปฏิบัติและให้โอกาสที่เท่าเทียมกัน ให้ความสำคัญเรื่องการพัฒนาศักยภาพและคุณภาพชีวิตในการทำงานของบุคลากรความปลอดภัย
- อาชีวอนามัย และสภาพแวดล้อมในการทำงาน
- มีส่วนร่วมในการส่งเสริมความอยู่ที่ดีและสุขภาพที่ดีของสังคมและชุมชนและสนับสนุนนโยบายภาครัฐในการดูแลสุขภาพของประชาชน

G – Governance (ด้านการกำกับดูแลกิจการ)

- มุ่งเน้นดำเนินธุรกิจอย่างมีจริยธรรมภายใต้หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี
- ต่อต้านการทุจริต มีความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มและการพัฒนาธุรกิจเพื่อความยั่งยืน
- พัฒนาคุณภาพการให้บริการอย่างต่อเนื่อง
- การบริหารจัดการความสัมพันธ์กับลูกค้า พร้อมทั้งเรื่องความเป็นส่วนตัว ความมั่นคงความปลอดภัยของข้อมูล

CHULARAT HOSPITAL
Income statement

Year End Dec (Btm)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	7,730	8,237	7,517	7,855	8,175
Cost of good sold	(5,723)	(6,068)	(5,525)	(5,655)	(5,559)
Gross Profit	2,008	2,169	1,992	2,199	2,616
SG&A	(911)	(1,127)	(1,090)	(1,139)	(1,185)
EBITDA	1,537	1,540	1,494	1,671	2,058
Depreciation & Amortization	(441)	(497)	(592)	(611)	(628)
EBIT	1,097	1,042	902	1,060	1,431
Equity Shares	(19)	(20)	18	30	40
Financial Costs	(24)	(35)	(26)	(23)	(26)
Other Income	293	258	256	268	282
Other Expenses	0	0	0	0	0
Pretax Profit	1,346	1,245	1,150	1,336	1,727
Tax	(279)	(267)	(226)	(261)	(337)
Net Profit before minority	1,067	978	923	1,075	1,389
Less Minority Interest	(21)	(13)	(13)	(14)	(15)
Net Profit before Extra.	1,046	965	910	1,061	1,375
Impairment loss on assets	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Reported Net Profit	1,046	965	910	1,061	1,375
EPS (Bt)	0.10	0.09	0.08	0.10	0.12
<i>Core (EPS)</i>	<i>0.10</i>	<i>0.09</i>	<i>0.08</i>	<i>0.10</i>	<i>0.12</i>

Statements of Financial Position

Year End Dec (Btm)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Cash in hand & at banks	1,399	1,692	1,215	1,479	1,840
Short term investment	0	0	0	0	0
Accounts receivable -net	874	776	927	968	1,008
Inventories	336	300	406	415	405
Other current assets	1,436	1,328	1,222	1,272	1,319
Total Current Assets	4,046	4,095	3,769	4,134	4,572
Investments	123	102	102	102	102
Property, Plant & Equipment	5,777	5,848	6,056	6,246	6,418
Good w ill	104	104	104	104	104
Intangible assets	55	68	68	68	68
Deferred tax assets	34	35	35	35	35
Others	125	134	134	134	134
Total Assets	10,264	10,387	10,269	10,823	11,433
Loans and O/D from banks	45	50	45	36	29
Account payable-trade	894	869	608	622	608
Current portion 1 yr L/T loans	104	101	111	116	122
Other current liabilities	442	448	457	466	475
Total Current Liabilities	1,485	1,468	1,221	1,240	1,234
Long-term debt	601	555	300	400	450
Other	247	233	241	237	239
Total Liabilities	2,333	2,256	1,761	1,877	1,923
Paid-up share capital	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
Premium on share capital	1,146	1,146	1,146	1,146	1,146
Legal reserve	110	110	110	110	110
Reserve for expansion	0	0	0	0	0
Subordinated capital debentures	0	0	0	0	0
Unappropriated	5,168	5,364	5,728	6,152	6,702
Others	0	0	0	0	0
Total Equity before MI	7,525	7,720	8,084	8,508	9,058
Minority Interest	406	410	424	438	453
Total Equity	7,931	8,130	8,508	8,946	9,511
Total Liabilities & Equity	10,264	10,387	10,269	10,823	11,433

บริษัทหลักทรัพย์ ตรีเนิตี้ จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีเนิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มิได้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนของผู้ให้ข้อมูล โดยไม่ได้เป็นการยืนยันหรือชักชวนให้ลงทุน การซื้อขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

CHULARAT HOSPITAL
Cash Flow Statement

Year End Dec (Btm)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Pre-tax profit	1,349	1,267	1,162	1,345	1,738
Depreciation	441	497	592	611	628
Chg in working capital	(279)	(267)	(226)	(261)	(337)
Tax paid	0	0	0	0	0
Other operating activities	519	216	(403)	(77)	(82)
CF from Operating	2,030	1,713	1,124	1,617	1,946
Capital expenditure	(1,524)	(582)	(800)	(800)	(800)
Change in investments	17	20	0	0	0
Other investing activities	0	0	0	0	0
CF from Investment	(1,507)	(561)	(800)	(800)	(800)
Capital Increase	0	0	0	0	0
Debt Financing	(120)	(44)	(250)	97	49
Dividend (incl. tax)	(1,045)	(770)	(546)	(637)	(825)
Other financing activities	41	(45)	(5)	(12)	(9)
CF from Financing	(1,124)	(859)	(802)	(552)	(785)
Change in Cash	(601)	292	(477)	264	361
Beginning Cash	2,001	1,399	1,692	1,215	1,479
Ending Cash	1,399	1,692	1,215	1,479	1,840

Key Ratios

Year End Dec (Bt m n)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (Bt)					
EPS	0.10	0.09	0.08	0.10	0.12
DPS	0.07	0.07	0.05	0.06	0.07
BV	0.68	0.70	0.73	0.77	0.82
CF	0.18	0.16	0.10	0.15	0.18
Liquidity Ratio (x)					
Current Ratio	2.72	2.79	3.09	3.33	3.70
Quick Ratio	2.50	2.59	2.76	3.00	3.38
Profitability Ratio (%)					
Gross Margin (Inc. Depre)	20%	20%	19%	20%	24%
EBITDA Margin	20%	19%	20%	21%	25%
EBIT Margin	14%	13%	12%	14%	18%
Net Margin	14%	12%	12%	14%	17%
ROE	13%	12%	11%	12%	14%
Efficiency Ratio					
ROA	10%	9%	9%	10%	12%
ROFA	18%	17%	15%	17%	21%
Leverage Ratio (x)					
Debt to Equity	0.10	0.09	0.06	0.06	0.07
Net Debt to Equity	Cash	Cash	Cash	Cash	Cash
Interest Coverage Ratio	45.70	30.19	34.52	46.77	55.15
Growth					
Sales Growth	-23%	6.55%	-8.73%	4.49%	4.08%
EBITDA Growth	-54%	-1.80%	-2.66%	10.86%	20.68%
Net Profit Growth	-62%	-7.73%	-5.73%	16.59%	29.57%
EPS Growth	-62%	-7.73%	-5.73%	16.59%	29.57%
Valuation					
PER (x)	31.55	34.19	24.18	20.74	16.00
P/BV (x)	4.39	4.27	2.72	2.59	2.43
EV/EBITDA (x)	23.69	23.93	24.72	22.21	18.27
Dividend Yield (%)	2%	2%	2%	3%	4%
Dividend Payout Ratio (%)	74%	80%	60%	60%	60%

Corporate Governance Report Rating

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

Disclaimer : การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

Anti-corruption Progress Indicators

บริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย แบ่งเป็น 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC

Disclaimer : การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด