

HEALTHCARE

## Quick Comment

เรามีมุมมอง Slightly positive ต่อข้อมูลจากการประชุมนักวิเคราะห์ ร่วมกับผู้บริหาร SKR เนื่องจาก 1) มีจุดเด่นทำเลที่ตั้งในย่านชุมชนระดับกลางขึ้นไป ทำให้มีโอกาสเติบโตตามการขยายตัวของชุมชนและกำลังซื้อในพื้นที่ 2) มีความพร้อมในการรักษาตั้งแต่โรคทั่วไปถึงโรคเฉพาะทางรองรับกลุ่มลูกค้าตั้งแต่เด็กถึงผู้สูงอายุ และ 3) ค่ารักษาไม่สูงเมื่อเทียบกับคู่แข่งในพื้นที่ใกล้เคียงกัน สำหรับทิศทางรายได้ปี 21F ผู้บริหารตั้งเป้าหมายเติบโตเป็นตัวเลข 2 หลัก (vs ปี 20 รายได้เติบโต 5%) จากการให้บริการเพิ่มขึ้นของกลุ่มลูกค้าทั่วไปและลูกค้าประกันสังคม โดยเฉพาะกลุ่มลูกค้าประกันมีโอกาสเติบโตจากการเพิ่มโควตาและมีผู้ประกันตนเพิ่มขึ้น ประกอบกับการปรับปรุงประสิทธิภาพการรักษารอบคลุมทุกโรค ช่วยลดการส่งต่อลูกค้ากลุ่มนี้ไปรักษาพร.อื่น ส่งผลให้อัตรากำไรของลูกค้าประกันสังคมมีแนวโน้มดีขึ้น เปรียบเทียบกับ รพ ที่ศึกษาเราพบว่า SKR มีโครงสร้างรายได้ที่มีส่วนผสมทั้งกลุ่มลูกค้าเงินสดและกลุ่มประกันสังคมคล้ายกับ BCH (Buy TP 17.10) และ CHG (Buy TP 3.06) แต่ SKR มีอัตราใช้เตียงราว 56% ต่ำกว่า CHG มีอัตราใช้เตียงราว 64% นอกจากนี้หากเทียบรายได้เฉลี่ยต่อเตียงพบว่า CHG มีรายได้เฉลี่ยต่อเตียงราว 8.4 ลบ. ขณะที่ SKR มีรายได้เฉลี่ยต่อเตียง 6.9 ลบ. ประกอบกับ CHG ยังมีความสามารถในการทำกำไรที่ดีกว่า โดยปี 20 CHG มี Net margin 16.1% ขณะที่ SKR มี Net margin 9.1% ทำให้เรายังชอบ CHG และเลือกเป็นหุ้นเด่นของกลุ่มฯ

Rating	Not rated
TP 21F	N.A.
Closing price	THB 7.90
Upside/Downside	N.A.

Fundamental Investment Analyst on Securities

Mintra Rattayapas  
Analyst Registration No. 032253  
Mintra.rattayapas@th.nomura.com  
02 638 5788, 02 081 2788

## Key takeaway form Analyst meeting

### Operation highlights

- รพ.ศิริรินทร์ (SKR) ดำเนินธุรกิจ รพ.เอกชนในรูปแบบเครือข่าย รพ. ในเขตตะวันออกของกรุงเทพฯ , สมุทรปราการ และอ.หาดใหญ่ โดยมีเครือข่าย รพ 3 แห่ง จำนวนเตียงรวม 805 เตียง ประกอบด้วย รพ.ศิริรินทร์ (355 เตียง), รพ.ศิริรินทร์ สมุทรปราการ (100 เตียง) และ รพ.ศิริรินทร์ หาดใหญ่ (350 เตียง)
- ในปี 20 เครือ รพ. SKR มีเตียงเปิดใช้งานรวม 558 เตียง (active beds) อัตราใช้เตียงเฉลี่ย 56% ค่ารักษา IPD เฉลี่ย 40,000 บาท/admission (วันนอนเฉลี่ย 2.2 วัน) ส่วนห้องตรวจ OPD รวมรองรับผู้ใช้บริการเฉลี่ย 4,500 คน/วัน อัตราใช้บริการ OPD เฉลี่ย 75% ค่ารักษา OPD เฉลี่ย 1,900 บาท/visit ผู้บริหารระบุ อัตราค่ารักษาของเครือ รพ SKR ต่ำกว่าคู่แข่งราว 20% สำหรับโครงสร้างรายได้ลูกค้า IPD สัดส่วน 52% และ OPD สัดส่วน 48%
- กลุ่มลูกค้าเป้าหมายแบ่งเป็น กลุ่มลูกค้าทั่วไป (สัดส่วนรายได้ 72%) และกลุ่มลูกค้าประกันสังคม (สัดส่วนรายได้ 28%) โดยปี 20 มีโควตาประกันสังคมทั้งสิ้น 4.2 แสนราย และมีผู้ประกันตนลงทะเบียนทั้งสิ้น 2.68 แสนราย
- การให้บริการทางการแพทย์ แบ่งเป็น 17 ศูนย์โรคเฉพาะทาง และ 2 สถาบัน (กระดูก, เด็ก) โดยมีความเชี่ยวชาญด้านโรคกระดูก, โรคเกี่ยวกับเด็ก และการผ่าตัดทั่วไป สำหรับสัดส่วนรายได้ศูนย์โรค 3 อันดับแรก ได้แก่ ศูนย์อายุรกรรม (สัดส่วนรายได้ 32%), ศูนย์ผ่าตัดทั่วไป (สัดส่วนรายได้ 14%) และศูนย์กระดูก (สัดส่วนรายได้ 10%)
- ผลการดำเนินงานปี 20 มีกำไรสุทธิ 350 ล.บ. (+44%y-y) เนื่องจาก 1) การปรับประสิทธิภาพบริหารต้นทุน ทำให้ต้นทุนบริการ (+3%y-y) เพิ่มขึ้นน้อยกว่ารายได้จากการรักษา (+5%y-y) และมี Gross margin จากการรักษาราว 29.2% ดีขึ้นจาก 27.8% ในปี 19 นอกจากนี้ 2) มีการลดค่าใช้จ่ายพนักงานบางส่วน ทำให้ค่าใช้จ่าย SG&A (-2%y-y) ลดลงสวนทางกับรายได้ และ 3) ค่าใช้จ่ายภาษีลดลงมาก (-16%y-y) ซึ่งเกิดจากบันทึกรายการ defer tax asset มูลค่า 30 ล.บ. และมี Net margin 9.1% (vs 6.6% ในปี 19)

## Outlook 2021F

- ผู้บริหารตั้งเป้าหมายปี 21 รายได้เติบโตเป็นตัวเลข 2 หลัก และ Net margin ไม่ต่ำกว่า 10% ทั้งนี้ผู้บริหารเชื่อมั่นว่าด้วยศักยภาพการให้บริการของเครือ รพ. SKR และมีความสามารถในการควบคุมต้นทุนได้ดี ทำให้มีโอกาสขยาย Net margin เพิ่มเป็น 12%-15%
- แผนดำเนินงานหลักปีนี้ 1) เครือข่าย รพ. ทั้ง 3 แห่ง จะเพิ่มศักยภาพศูนย์โรคเฉพาะเพิ่มเติม ได้แก่ ศูนย์ทางเดินอาหารและตับ, ศูนย์กระดูก/ข้อ, ศูนย์ความงาม, ศูนย์กุมารเวช, ศูนย์สูติ-นรีเวช, BeBetter Center (เน้น Preventive care), ศูนย์ความงาม และศูนย์ตรวจสุขภาพ 2) เพิ่มบริการ Be Better Wellness 3) Upgrade เครื่อง MRI เพื่อเพิ่มศักยภาพให้บริการและการวินิจฉัยโรค และ 4) เข้าร่วมโครงการเบิกจ่ายตรงสวัสดิการรักษายาบาลข้าราชการ เพื่อขยายฐานลูกค้าภาครัฐ

## ความเห็นและคำแนะนำ

- เรามิมอง Slightly positive ต่อข้อมูลจากการประชุมนักวิเคราะห์ร่วมกับผู้บริหาร SKR เนื่องจาก 1) เครือ รพ. ศิริรินทร์ มีจุดเด่นทำเลที่ตั้งในย่านชุมชนระดับกลางขึ้นไป ทำให้มีโอกาสเติบโตต่อเนื่องตามการขยายตัวของชุมชนและกำลังซื้อในพื้นที่ 2) มีความพร้อมในการรักษาตั้งแต่โรคทั่วไปถึงโรคเฉพาะทาง รองรับกลุ่มลูกค้าตั้งแต่เด็กถึงผู้สูงอายุ และ 3) ค่ารักษาไม่สูงเมื่อเทียบกับคู่แข่งในพื้นที่
- ทิศทางรายได้ปี 21F เรายังมองว่า SKR มีแนวโน้มเติบโตขึ้นจากกลุ่มลูกค้าทั่วไปและลูกค้าประกันสังคม โดยเฉพาะกลุ่มลูกค้าประกันมีโอกาสเติบโตจากจำนวนผู้ประกันตนเพิ่มขึ้น ประกอบกับการปรับปรุงประสิทธิภาพการรักษารอบคลุมทุกโรค ช่วยลดการส่งต่อลูกค้ากลุ่มนี้ไปรักษาที่อื่น ส่งผลให้อัตรากำไรของลูกค้าประกันสังคมมีแนวโน้มดีขึ้น นอกจากนี้ ศักยภาพให้บริการของ SKR พร้อมรองรับการเติบโต ทำให้คาดว่า 1-2 ปีข้างหน้าจะยังมีปัจจัยกดดันจากการลงทุนขนาดใหญ่
- นับจากต้นปี 21 (ytd) ราคาหุ้น SKR ปรับขึ้นราว 18% ขณะที่ดัชนีกลุ่มการแพทย์ปรับขึ้น +8% เรายังมองว่าการที่หุ้น SKR ปรับตัว Outperform กลุ่มฯ น่าจะมีปัจจัยบวก 1) การปรับปรุงประสิทธิภาพให้บริการ และมีความพร้อมให้บริการทางการแพทย์ ทำให้คาดว่าผลการดำเนินงานปี 21F มีโอกาสเติบโตได้ดีต่อเนื่องจากปี 20 ที่มีกำไรสุทธิ 350 ล.บ. (+44%y-y) และ 2) SKR ประกาศซื้อหุ้นคืนวงเงินไม่เกิน 500 ล.บ. หรือจำนวนหุ้นไม่เกิน 70 ล้านหุ้น คิดเป็น 3.5% ของจำนวนหุ้นชำระแล้ว (เริ่มซื้อหุ้นคืน 26 เม.ย.-25 ต.ค.21)
- เปรียบเทียบกับ รพ. ที่ศึกษา เรายังมองว่า SKR มีโครงสร้างรายได้ที่มีส่วนผสมทั้งกลุ่มลูกค้าเงินสดและกลุ่มประกันสังคมคล้ายกับ BCH (Buy TP 17.10) และ CHG (Buy TP 3.06) แต่ SKR มีอัตราให้บริการเพียงราว 56% ต่ำกว่า CHG ที่มีอัตราใช้เพียงราว 64% นอกจากนี้ หากเทียบรายได้เฉลี่ยต่อเตียงพบว่า CHG มีรายได้เฉลี่ยต่อเตียงราว 8.4 ล.บ. ขณะที่ SKR มีรายได้เฉลี่ยต่อเตียง 6.9 ล.บ. ประกอบกับ CHG ยังมีความสามารถในการทำกำไรที่ดีกว่า โดยปี 20 CHG มี Gross margin 32.2% และ Net margin 16.1% ขณะที่ SKR มี Gross margin 29.2% และ Net margin 9.1% ทำให้เรายังชอบ CHG และเลือกเป็นหุ้นเด่นของกลุ่มฯ

Fig. 1: Summary of Peers Comparison

	Norm profit (THB mn)			%Growth		CAGR	PER*(X)		PBV*(X)		TP21F	Rating
	FY20	FY21F	FY22F	FY20	FY21F	21-22F	FY21F	FY22F	FY21F	FY22F	(THB)	
<b>Healthcare</b>	<b>9,312</b>	<b>13,079</b>	<b>15,126</b>	<b>-42.1%</b>	<b>40.5%</b>	<b>27.5%</b>	<b>40.6</b>	<b>34.6</b>	<b>4.8</b>	<b>4.5</b>		<b>BULLISH</b>
BDMS	6,037	8,654	9,810	-39.7%	43.3%	27.5%	39.2	34.5	3.7	3.6	24.70	Buy
BH	1,199	1,975	2,434	-69.1%	64.7%	42.5%	59.7	48.4	5.7	5.5	117.00	Neutral
BCH	1,230	1,310	1,469	6.7%	6.5%	9.3%	28.9	25.8	4.9	4.4	17.10	Buy
CHG	877	935	1,098	22.0%	6.6%	11.9%	34.6	29.5	7.2	6.5	3.06	Buy
THG	(31)	205	316	Down	Up	95.5%	N.A.	N.A.	2.4	2.4	31.00	Buy

Source: Companies data, CNS estimates / (\*) Norm operation

Fig.2 Peer of Operational as of 2020

	CHG	SKR
No of hospital	9	3
No of license beds	749	805
No of active beds	649	558
% Bed utilization	64.3%	56.0%
No of SC quota	528,000	420,000
No of SC registered	442,910	268,000
Hospital revenue (THB mn)	5,433	3,841
%Gross margin	32.2%	29.2%
%Net margin	16.1%	9.1%
OPD revenue/visit (THB)	1,795	1,900
IPD revenue/admission (THB)	22,686	40,000
Length of stay (day)	3.00	2.20
<b>Revenue structure</b>		
Cash	59%	72%
SC	33%	28%
NHSO	8%	0%

Source: Company data