

# MUKDAHAN INTERNATIONAL HOSPITAL PLC. (HANN)

\*\*ไม่จัดอันดับ\*\*

25 มีนาคม 2568

Globlex Securities อาจเป็นผู้จัดการจัดจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนในครั้งนีซึ่งจะได้รับค่าธรรมเนียมในฐานะผู้จัดการจัดจำหน่าย

Year to Dec	64A	65A	66A	67A	68E	69E
Profit After Tax (Mb)	79	20	28	21	36	55
Profit Growth (%)	n/a	-75	42	-24	69	55
Net Profit – Owners (Mb)	-3**	-3**	28	21	36	55
Basic EPS (Bt.)	-0.02	-0.01	0.07	0.05	0.07	0.10
EPS Growth (%)	n/a	n/a	n/a	-24	30	44
P/E (x) *	n/a	n/a	13.0	17.0	13.1	9.1
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.06	0.02	0.02	0.03
Yield (%) *	0.0	0.0	6.9	2.5	2.4	3.6
BVPS (Bt)	1.0	0.8	0.4	0.5	0.6	0.7
P/BV (x) *	0.9	1.1	2.0	1.9	1.4	1.4

Source: Financial Statement and Globlex securities

\* คำนวณจากราคาเหมาะสมที่ 0.90 บาท

\*\* มีการปรับโครงสร้างการถือหุ้นระหว่าง HANN และ HH (อธิบายเพิ่มเติมในหน้า 7)

PERTINENT INFORMATION		
ที่ปรึกษาทางการเงิน	บริษัท แคปปิตอล วัน พาร์ตเนอร์ จำกัด	
ผู้จัดการการจัดจำหน่ายและ รับประกันการจัดจำหน่าย	บริษัทหลักทรัพย์ โกลเบิ้ล จำกัด	
จำนวนหุ้นสามัญที่เสนอขาย	160 ล้านหุ้น (มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท)	
ราคาเสนอขายหุ้น IPO	n/a	
วันจองซื้อ	n/a	
วันเริ่มซื้อขายในตลาดฯ	n/a	
ทุนจดทะเบียน	280 ล้านบาท จำนวนหุ้นสามัญ 560 ล้านหุ้น	
ทุนที่เรียกชำระแล้วก่อน IPO	200 ล้านบาท จำนวนหุ้นสามัญ 400 ล้านหุ้น	
ทุนที่เรียกชำระแล้วหลัง IPO	280 ล้านบาท จำนวนหุ้นสามัญ 560 ล้านหุ้น	
วัตถุประสงค์ในการเพิ่มทุน	1. โครงการก่อสร้างอาคารใหม่ของโรงพยาบาล นายแพทย์หาญ 2. โครงการก่อสร้างอาคาร 3 ชั้นของโรงพยาบาล มุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล 3. โครงการปรับปรุงแผนกผู้ป่วยนอกของ โรงพยาบาลมุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล 4. ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินธุรกิจ	
โครงสร้างการถือหุ้น		
	ก่อน IPO (%)	หลัง IPO (%)
1. บริษัท หาญ โฮลดิ้งส์ กรุ๊ป จำกัด	50.00	35.71
2. นาง ประภาศรี สุฉันทบุตร	38.28	27.35
3. นางสาว พรทิว วรียพันธ์	6.37	4.55
4. นาง กลางดาว ชีรณวานิช	2.21	1.58
5. นาย พรเทพ วรียพันธ์	1.57	1.12
6. นาง กัญญาวิรัตน์ อินทร์แก้ว	1.57	1.12
ประชาชนทั่วไป (IPO)	-	28.57

Source: Filing

Analyst: Salakbun Wongakaradeth, CISA  
02-687-7287  
Salakbun@globlex.co.th

### ปัจจัยเสี่ยง

- การแข่งขันภายในอุตสาหกรรม
- การขาดแคลนและ/หรือการพึ่งพิงแพทย์และบุคลากรทางการแพทย์
- การเปลี่ยนแปลงนโยบายโครงการสวัสดิการด้านสุขภาพภาครัฐ
- การขยายการลงทุนโครงการในอนาคต
- จำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมที่ไม่เข้าข่ายใช้เกณฑ์ Silent Period 92 ล้านหุ้น

## HANN โรงพยาบาลเอกชนขนาดกลาง ในจังหวัดมุกดาหารและยโสธร

บริษัท โรงพยาบาลมุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน) ผู้ประกอบธุรกิจโรงพยาบาลเอกชน มีรพ.ทั้งหมด 3 แห่ง แบ่งเป็นตั้งอยู่ใน จ.มุกดาหาร 1 แห่ง คือ รพ.มุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล และ จ.ยโสธร 2 แห่ง คือ รพ.นายแพทย์หาญ และ รพ.รวมแพทย์ยโสธร มีจำนวนเตียงรวมทั้งหมด 148 เตียง ให้บริการทั้งกลุ่มคนไข้ทั่วไป และคนไข้สิทธิสวัสดิการภาครัฐ อาทิ สปสช. ประกันสังคม กรมบัญชีกลาง องค์รปกครองส่วนท้องถิ่น และ UCEP โดยวัตถุประสงค์ของการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ คือ 1) โครงการก่อสร้างอาคารใหม่ของรพ.นายแพทย์หาญ 2) โครงการก่อสร้างอาคาร 3 ชั้นของรพ.มุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล 3) โครงการปรับปรุงแผนกผู้ป่วยนอกของรพ.มุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล และ 4) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน ทั้งนี้ ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าเหมาะสมของ HANN สำหรับปี 68 ที่ 0.90 บาทต่อหุ้น

### Investment Highlight

รายได้ปกติจากกิจการโรงพยาบาลช่วงปี 64-67 เติบโตเฉลี่ย CAGR 13% ต่อปี

ช่วงปี 64-67 บริษัทมีรายได้จากกิจการโรงพยาบาล 512 ลบ. 488 ลบ. 527 ลบ. และ 493 ลบ. ตามลำดับ หดตัวเฉลี่ย CAGR 1% ต่อปี เนื่องจากฐานสูงในปี 64-65 ที่มีรายได้เกี่ยวกับโควิด-19 รวบรวม 171 ลบ. และ 34 ลบ. ตามลำดับ หากพิจารณาเฉพาะรายได้จากกิจการโรงพยาบาลปกติจะมีการเติบโตเฉลี่ย CAGR 13% ต่อปี หลังภาครัฐมีมาตรการผ่อนคลายจากสถานการณ์โควิด-19 และเริ่มต้นเปิดประเทศในช่วงกลางปี 65 ทำให้กลุ่มคนไข้ทั่วไปเติบโตดี รวมทั้งมีคนไข้ลาวและกัมพูชาเข้ามาใช้บริการมากขึ้น อย่างไรก็ตาม รายได้ในปี 67 ปรับตัวลง 7% เนื่องจากหยุดให้บริการคลินิกในประเทศกัมพูชา ส่วน %GPM ปรับดีขึ้นสู่ระดับ 30.48% ในปี 67 จากปีก่อนอยู่ที่ระดับ 29.80% เนื่องจากการควบคุมค่าใช้จ่ายด้านบุคลากรทางการแพทย์ อย่างไรก็ตาม %SG&A/Sales ปรับเร่งขึ้นสู่ระดับ 24.8% จากปกติอยู่ที่ราว 20% เนื่องจากมีค่าใช้จ่าย One-time Expenses อาทิ การขอรับรองมาตรฐานโรงพยาบาลและค่าใช้จ่ายในการเตรียมตัวจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์ฯ ส่งผลให้ช่วงปี 64-67 มีกำไรสุทธิ 79 ลบ. 20 ลบ. 28 ลบ. และ 21 ลบ. ตามลำดับ หดตัวเฉลี่ย CAGR 35% ต่อปี

คาดการณ์กำไรปี 68-69 รวบรวม 36-55 ลบ. เติบโตเฉลี่ย CAGR 62% ต่อปี

เราคาดการณ์รายได้จากกิจการโรงพยาบาลในปี 68-69 รวบรวม 544 ลบ. และ 635 ลบ. ตามลำดับ เติบโตเฉลี่ย CAGR 14% ต่อปี โดยมีปัจจัยสนับสนุนหลัก 4 ประการ คือ 1) วันที่ 30 ต.ค.67 เฟื่องกลับมาเปิดให้บริการแผนกคนไข้ใน (IPD) จำนวน 30 เตียง ของรพ.นายแพทย์หาญ และอาคารแห่งใหม่คาดว่าจะเริ่มเปิดให้บริการในช่วงต้นปี 69 2) รุกตลาดกลุ่มคนไข้ สปป.ลาว และกัมพูชา 3) กลุ่มคนไข้สิทธิสวัสดิการภาครัฐ จะเน้นการลงพื้นที่ชุมชนเพื่อคัดกรองโรค ตลอดจนการเพิ่มจำนวนเตียงเพื่อให้บริการฟอกไต และ 4) การเติบโตแบบ Organic Growth จากสังคมสูงวัยทำให้มีโอกาสเกิดการเจ็บป่วยเพิ่มมากขึ้น รวมทั้งการปรับเพิ่มค่าบริการ ส่วน %GPM มีแนวโน้มทยอยปรับดีขึ้นสู่ 31-32% จากประสิทธิภาพการ

ดำเนินงาน เช่นเดียวกับ %SG&A ททยอยปรับลดลง รวมทั้งค่าใช้จ่าย One-time Expenses ที่หมดไป นอกจากนี้ บริษัทยังมี Loss Carry Forward จากผลขาดทุนในการปีของบริษัทที่ประเทศกัมพูชา ซึ่งสามารถใช้ททยอยหักภาษีบางส่วน ส่งผลให้เราคาดการณ์กำไรปี 68-69 รวบรวม 36 และ 55 ลบ. ตามลำดับ เติบโตเฉลี่ย CAGR 62% ต่อปี

ประเมินราคาเหมาะสมปี 68 ของ HANN รวบรวม 0.90 บาทต่อหุ้น

ฝ่ายวิจัย บล.โกลเบล็ก ประเมินราคาเหมาะสม HANN ด้วยวิธี Market Comparable Approach จึง Prospective PE ที่ระดับ 13.14x ณ ระดับ -1.0SD ของค่าเฉลี่ย 5 ปี ของกลุ่มโรงพยาบาล โดยถูกปรับลดลง (Derating) จากปกติซึ่งอยู่ที่ระดับ 19.34x สะท้อนความเสี่ยงของสภาวะตลาดในปัจจุบัน ความเสี่ยงจากการเป็น รพ.ขนาดเล็ก รวมทั้งความเสี่ยงจากคู่แข่งที่เพิ่มขึ้น ขณะที่ เราประเมินกำไรสุทธิต่อหุ้นในปี 68 รวบรวม 0.069 บาท ส่งผลให้คำนวณเป็นราคาเหมาะสมปี 68 ที่ 0.90 บาท

## HANN โรงพยาบาลเอกชนขนาดกลางในจังหวัดมุกดาหารและยโสธร

ผู้ประกอบการ  
โรงพยาบาลเอกชน มี รพ. ทั้งหมด 3 แห่ง แบ่งเป็นตั้งอยู่ใน จ.มุกดาหาร 1 แห่ง คือ รพ. มุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล และ จ.ยโสธร 2 แห่ง คือ รพ. นายแพทย์หาญ และ รพ.รวมแพทย์ยโสธร มีจำนวนเตียงรวมทั้งรวมทั้งหมด 148 เตียง ให้บริการทั้งกลุ่มคนไข้ทั่วไป และคนไข้สิทธิสวัสดิการภาครัฐ อาทิ สปสช. ประกันสังคม กรมบัญชีกลาง องค์การปกครองส่วนท้องถิ่น และ UCEP

บริษัท โรงพยาบาลมุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน) และบริษัทททยอย (“กลุ่มบริษัท”) มีโรงพยาบาลเอกชนภายใต้กลุ่มบริษัท ทั้งหมด 3 แห่ง โดยแบ่งเป็นตั้งอยู่ในจังหวัดมุกดาหาร 1 แห่ง คือ โรงพยาบาลมุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล และตั้งอยู่ในจังหวัดยโสธร 2 แห่ง คือ โรงพยาบาลนายแพทย์หาญ และโรงพยาบาลรวมแพทย์ยโสธร ซึ่งมีจำนวนเตียงจดทะเบียนรวมทั้งรวมทั้งหมด 148 เตียง

**กลุ่มลูกค้าหลักของกลุ่มบริษัท** ได้แก่ 1) กลุ่มลูกค้าทั่วไป ได้แก่ กลุ่มลูกค้าเงินสด กลุ่มลูกค้าคู่สัญญาบริษัทประกัน กลุ่มลูกค้าคู่สัญญาบริษัทเอกชน ซึ่งมีทั้งกลุ่มลูกค้าชาวไทย และชาวต่างชาติ ได้แก่ สเปน.ลาว และกัมพูชา 2) กลุ่มลูกค้าตามโครงการสวัสดิการภาครัฐ ได้แก่ กลุ่มลูกค้าตามโครงการของสำนักงานหลักประกันสุขภาพแห่งชาติ (“สปสช.”) กลุ่มลูกค้าโครงการสวัสดิการข้าราชการภายใต้กรมบัญชีกลาง กลุ่มลูกค้าตามโครงการประกันสังคม และองค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น

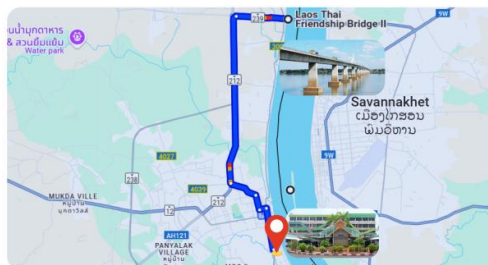
ปัจจุบันกลุ่มบริษัท มีความสามารถและความโดดเด่นในการรักษาโรคซับซ้อน ด้วยความพร้อมของทีมแพทย์ บุคลากรทางการแพทย์ และเครื่องมือทางการแพทย์ที่มีคุณภาพ อาทิ

- 1) **ศัลยกรรมทั่วไป** เช่น เนื้องอกของอวัยวะภายนอกและภายใน มะเร็งลำไส้ใหญ่ มะเร็งตับ ไล้เลื่อน และแผลเรื้อรัง เป็นต้น
- 2) **ศัลยกรรมทางเดินปัสสาวะ** เช่น โรคทั่วไปทางระบบทางเดินปัสสาวะ การผ่าตัดต่อมลูกหมากโต และการสลายนิ่ว เป็นต้น
- 3) **อายุรกรรมทั่วไป** เช่น โรคอายุรศาสตร์ทั่วไป และอายุรศาสตร์เฉพาะทางบางอย่าง เช่น การฟอกไตรักษาโรคไต เป็นต้น
- 4) **สูติ-นรีเวชและศัลยกรรมารเวช** ครอบคลุมตั้งแต่การตรวจครรภ์ ฝากครรภ์ การคลอดบุตร ตลอดจนกระทั่งการเจริญเติบโตของทารก

Figure1: โรงพยาบาลมุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล (HANN)



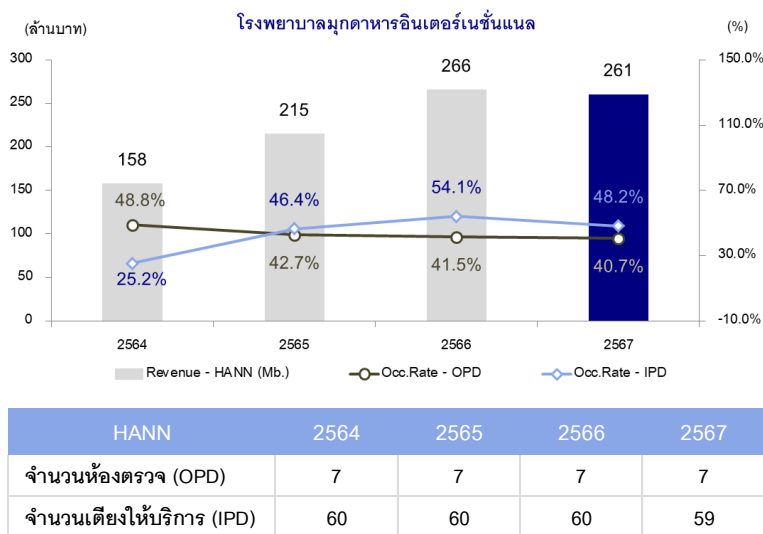
ตำแหน่งที่ตั้ง



Source: Company

โรงพยาบาลมุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนลเป็นโรงพยาบาลเอกชนทั่วไปขนาดกลาง มีจำนวนเตียงจดทะเบียนทั้งหมด 59 เตียง มีทำเลที่ตั้งของโรงพยาบาลอยู่ในตัวเมืองมุกดาหาร และอยู่ใกล้กับสะพานมิตรภาพไทย-ลาวแห่งที่ 2 ซึ่งมีระยะทางประมาณ 8 ก.ม.และใช้เวลาเดินทางเพียง 15 นาทีในการเดินทางเข้ามารักษาสำหรับกลุ่มลูกค้า สปป.ลาว

Figure2: รายได้ของโรงพยาบาลมุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล (HANN)

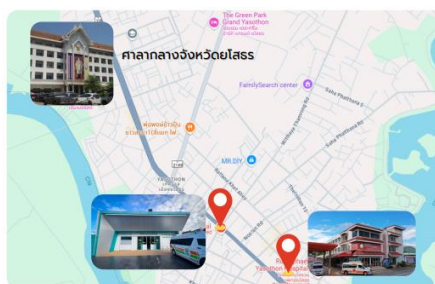


Source: Filing

Figure3: โรงพยาบาลนายแพทย์ใหญ่ และโรงพยาบาลรวมแพทย์ไฮสโตร์ (HH)



ตำแหน่งที่ตั้ง

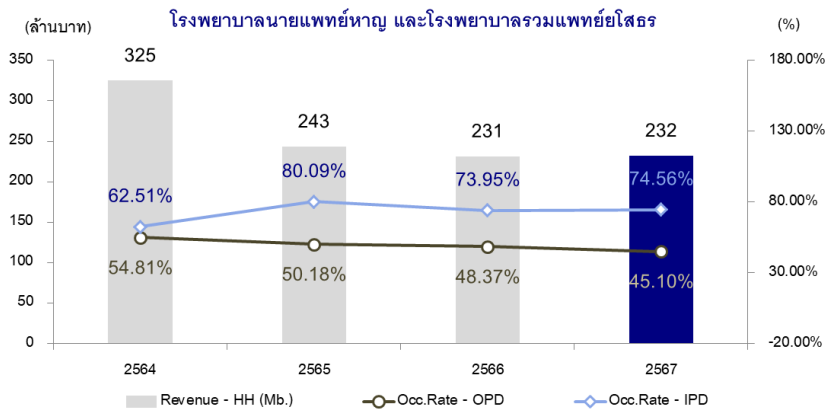


Source: Company

**โรงพยาบาลรวมแพทย์ยโสธร** เป็นโรงพยาบาลเอกชนทั่วไปขนาดกลาง มีจำนวนเตียงจดทะเบียนทั้งหมด 59 เตียง ตั้งอยู่ห่างจากตัวเมืองยโสธรโดยเทียบจากศาลากลางจังหวัดประมาณ 2.5 ก.ม. และใช้เวลาเดินทางประมาณ 8 นาที

**โรงพยาบาลนายแพทย์หาญ** บริษัททำการปรับปรุงพื้นที่โรงพยาบาลนายแพทย์หาญในวันที่ 14 ก.ย. 65 เนื่องจากสภาพอาคารที่ทรุดโทรม และได้ดำเนินการลดจำนวนเตียงให้บริการจากจำนวน 50 เตียง สู่อำนาจ 30 เตียง ซึ่งเพิ่งกลับมาเปิดให้บริการในวันที่ 30 ต.ค. 67 โดยในระหว่างปิดการให้บริการบางส่วนชั่วคราวได้ย้ายการให้บริการไปที่โรงพยาบาลรวมแพทย์ยโสธร แต่ยังคงเปิดให้บริการศูนย์สุขภาพชุมชน (PCU) เพื่อรักษาผู้ป่วยนอก ทั้งนี้ ที่ตั้งรพ.นายแพทย์หาญอยู่ในตัวเมืองยโสธร โดยห่างจากศาลากลางจังหวัด ประมาณ 1.5 ก.ม.และใช้เวลาเดินทางประมาณ 4 นาที

Figure4: รายได้ของโรงพยาบาลนายแพทย์หาญ และโรงพยาบาลรวมแพทย์ยโสธร (HH)



	HH	2564	2565	2566	2567
จำนวนห้องตรวจ (OPD)		9	9	6	8
จำนวนเตียงให้บริการ (IPD)		110	60	60	89

Source: Filing



## รายได้ปกติจากกิจการโรงพยาบาลช่วงปี 2564-67 เติบโตเฉลี่ย CAGR 13% ต่อปี

Figure6: รายได้จากกิจการโรงพยาบาล

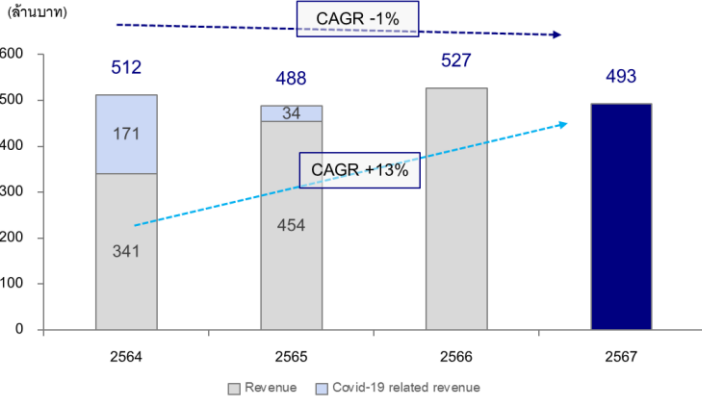


Figure7: รายได้จากกิจการโรงพยาบาล และจำนวนเตียงรวม

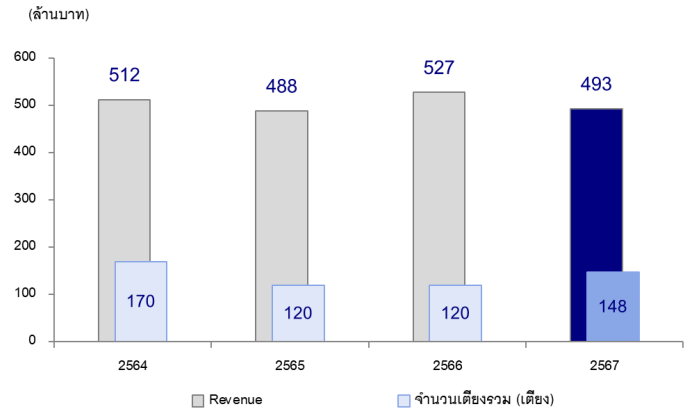


Figure8: สัดส่วนลูกค้าแยกรายสัญชาติ

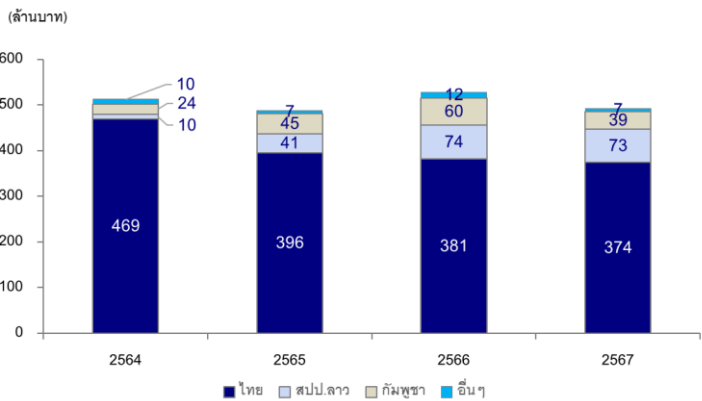


Figure9: สัดส่วนลูกค้าแยกประเภท

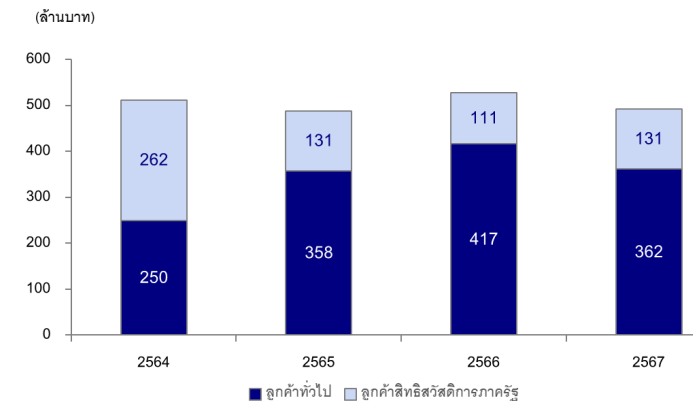


Figure10: กำไรขั้นต้นและอัตรากำไรขั้นต้น (%GPM)

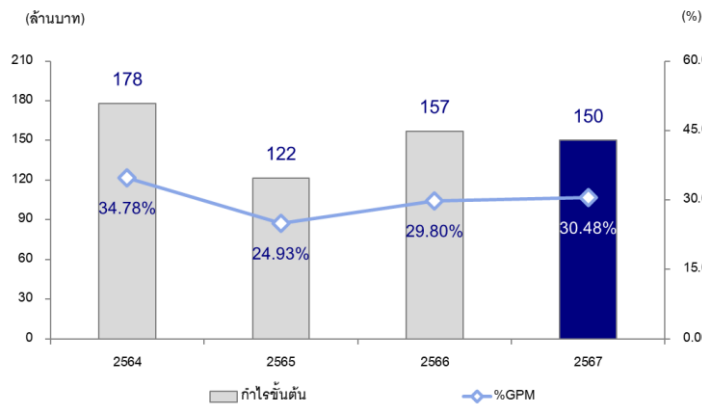
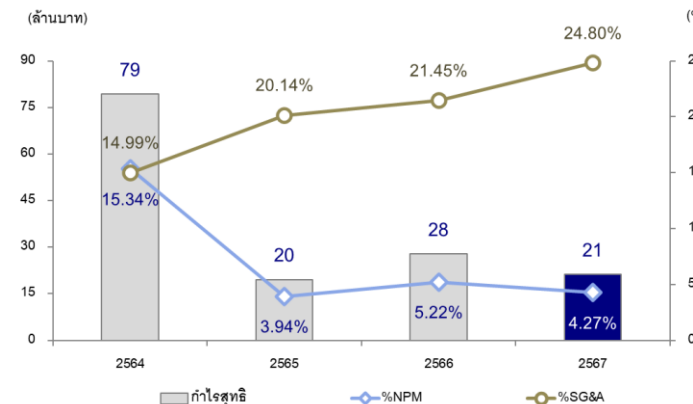


Figure11: กำไรสุทธิ %SG&A/Sales และ %NPM



Source: Filing and GloboxResearch

ช่วงปี 64-67 รายได้หดตัวเฉลี่ย CAGR 1% ต่อปีจากฐานสูงที่มีรายได้ Covid-19 หากพิจารณารายได้ปกติจะเติบโต

ช่วงปี 64-67 บริษัทมีรายได้จากกิจการโรงพยาบาล 512 ลบ. 488 ลบ. 527 ลบ. และ 493 ลบ. ตามลำดับ คิดเป็นการหดตัวเฉลี่ย (Compound Annual Growth Rate : CAGR) 1% ต่อปี เนื่องจากฐานสูงในปี 64-65 ที่บริษัทมีรายได้รักษาพยาบาลเกี่ยวกับโควิด-19 ราย 171 ลบ. และ 34 ลบ. ตามลำดับ ซึ่งหากพิจารณาเฉพาะรายได้

เฉลี่ย CAGR 13% ต่อปี

%SG&A ปรับตัวขึ้นสู่ 24.8% จากปกติที่ 20% จาก ค่า ใช้ จ้ า ย One-time Expenses

ส่งผลให้กำไรปี 64-67 หด ตัวเฉลี่ย CAGR 35% ต่อปี

ปกติจากกิจการโรงพยาบาลจะมีการเติบโตเฉลี่ย CAGR 13% ต่อปี โดยหลักมาจากกลุ่มลูกค้าทั่วไปที่เร่งขึ้น หลังจากภาครัฐมีมาตรการผ่อนคลายนโยบายจากสถานการณ์โควิด-19 และเริ่มต้นเปิดประเทศในช่วงไตรมาส 2 ปี 2565 ทำให้มีการเปิดสะพานมิตรภาพไทย-ลาว และด่านข้ามแดนช่องสะง่า จังหวัดศรีสะเกษ ส่งผลให้คนไข้ลาวและคนไข้กัมพูชาเข้ามาใช้บริการมากขึ้น อย่างไรก็ตาม รายได้ในปี 2567 ปรับตัวลดลง 7% เนื่องจากบริษัทหยุดให้บริการคลินิกในประเทศกัมพูชาเมื่อวันที่ 31 ธ.ค.66 ทำให้รายได้กลุ่มลูกค้าเงินสดลดลง 29 ล้านบาท

ส่วนอัตรากำไรขั้นต้น (%GPM) ทดสอบปรับตัวขึ้นสู่ระดับ 30.48% ในปี 2567 จากปีก่อนอยู่ที่ระดับ 29.80% เนื่องจากการควบคุมค่าใช้จ่ายด้านบุคลากรทางการแพทย์ อย่างไรก็ตาม อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อรายได้รวม (%SG&A/Sales) ปรับเร่งขึ้นสู่ระดับ 24.8% จากระดับปกติอยู่ที่ราว 20% เนื่องจากมีค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นเพียงครั้งเดียว (One-time Expenses) อาทิ ค่าใช้จ่ายสำหรับการขอรับรองมาตรฐานโรงพยาบาลและบริการสุขภาพ (HA) รวมถึงค่าใช้จ่ายในการเตรียมตัวจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์ ส่งผลให้ช่วงปี 64-67 มีกำไรสุทธิ 79 ลบ. 20 ลบ. 28 ลบ. และ 21 ลบ. ตามลำดับ คิดเป็นการหดตัวเฉลี่ย CAGR 35% ต่อปี

**HANN ปรับโครงสร้างการถือหุ้นภายในกิจการโดยทำการแลกหุ้น HH ในวันที่ 23 ธ.ค.65**

P&L (Btm)	64A	65A	66A	67A
Profit after tax	79	20	28	21
Minority interest	83	22	0	0
Net Profit	-3	-3	28	21

หมายเหตุ: บริษัทมีการปรับโครงสร้างการถือหุ้น โดยเมื่อวันที่ 23 ธ.ค.65 HANN ได้เข้าถือหุ้นในสัดส่วน 100% ของบริษัท โรงพยาบาลนายแพทย์หาญ จำกัด (HH) ด้วยวิธีการแลกหุ้น (Share Swap) ซึ่งก่อนหน้านี้ไม่มีสัดส่วนการถือหุ้นดังกล่าว ดังนั้น กำไรที่ปรากฏในช่วงปี 64-65 จำนวน 79 ลบ. และ 20 ลบ. ตามลำดับ จึงเป็นเพียงตัวเลขของงบเสมือนงบการเงินรวม หากพิจารณางบการเงินเฉพาะกิจการของ HANN จะขาดทุนในปี 64-65 จำนวน 3 ลบ.

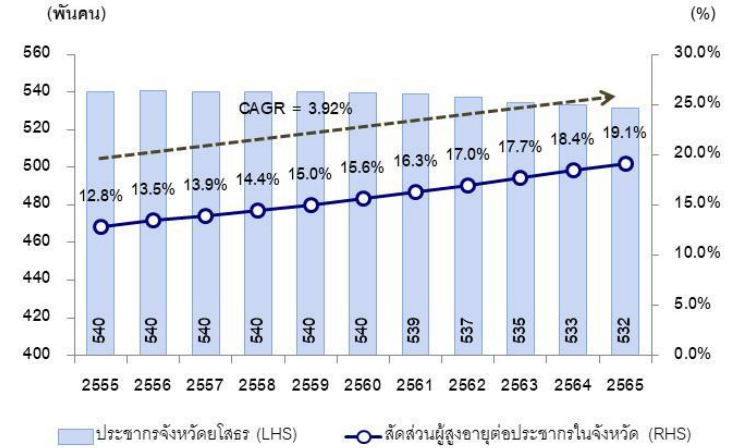
โดยในปี 64 เกิดผลขาดทุนจำนวน 3 ลบ. เนื่องจาก รพ.มุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล (HANN) ไม่ได้เปิดรับรักษาคนไข้ที่เกี่ยวข้องกับโรคโควิด-19 ขณะเดียวกันกลุ่มคนไข้ทั่วไปปรับตัวลดลงเนื่องจากสถานการณ์ดังกล่าว ประกอบกับการปิดประเทศ ทำให้ไม่มีกลุ่มลูกค้า สปป.ลาว เดินทางเข้ามาใช้บริการ ขณะที่ปี 65 เกิดผลขาดทุนจำนวน 3 ลบ. เนื่องจากการปรับโครงสร้างระหว่าง HANN และ HH ประกอบกับมีค่าใช้จ่ายจากการยกเลิก บริษัท รวมแพทย์ยโสธร โพลีคลินิก จำกัด (YASO-C) เนื่องจากผลประกอบการไม่เป็นไปตามแผน

ทั้งนี้ บริษัทได้ทำการปรับโครงสร้างดังกล่าวแล้วเสร็จในปี 65 ซึ่งหากพิจารณากำไรสุทธิช่วงปี 66-67 ที่ 28 ลบ. และ 21 ลบ. ตามลำดับ จะเป็นผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นจริงจากทั้ง รพ.มุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล (HANN) และบริษัท โรงพยาบาลนายแพทย์หาญ จำกัด (HH) ซึ่งประกอบด้วย รพ.นายแพทย์หาญ และ รพ.รวมแพทย์ยโสธร

## รพ.เอกชนในภาคตะวันออกเฉียงเหนือมีโอกาสเติบโตจากกำลังการให้บริการที่ยังไม่เพียงพอ รวมทั้งปัจจัยสนับสนุนจากการเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ

Figure12: จำนวนประชากรและสัดส่วนผู้สูงอายุใน จ.มุกดาหาร

Figure13: จำนวนประชากรและสัดส่วนผู้สูงอายุใน จ.ยโสธร

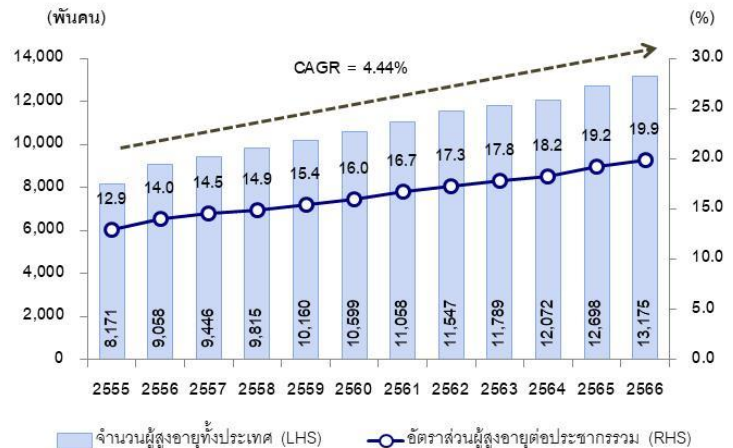
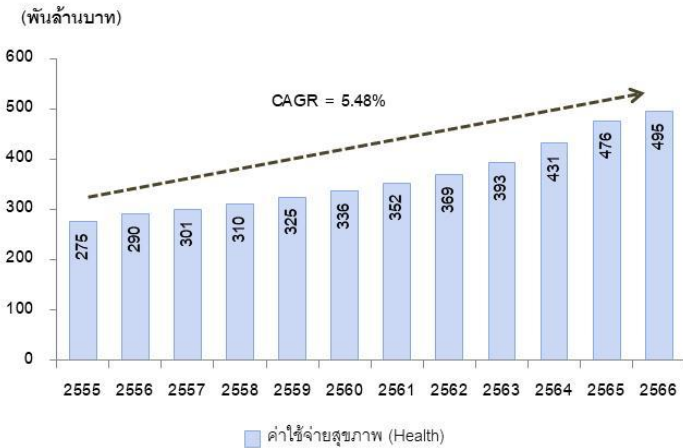


Source: NSO and GloblexResearch

Source: NSO and GloblexResearch

Figure14: ค่าใช้จ่ายสุขภาพ (Health)

Figure15: จำนวนผู้สูงอายุ



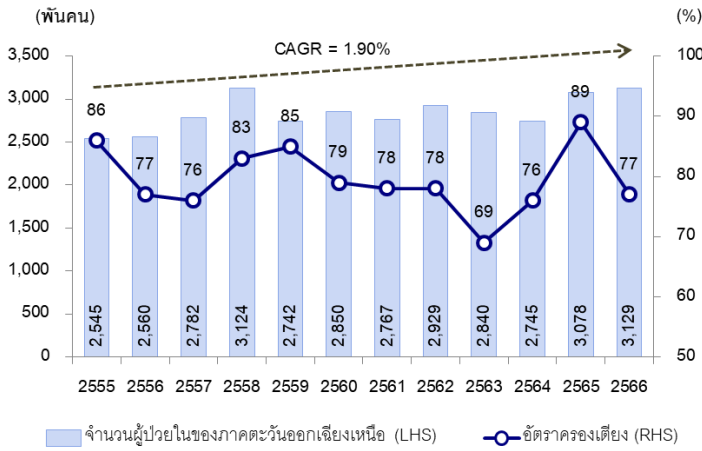
Source: NESDC and GloblexResearch

Source: NESDC and GloblexResearch

ฝ่ายวิจัย บล.โกลเบล็ก ประเมินแนวโน้มอุตสาหกรรมโรงพยาบาลเอกชนในจังหวัดมุกดาหารและจังหวัดยโสธรยังคงมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่องตามจำนวนผู้สูงอายุที่มีแนวโน้มเติบโตราว 4-5% ต่อปี เป็นไปในทิศทางเดียวกับการเติบโตของผู้สูงอายุของทั้งประเทศไทยที่เติบโตราว 4.4% ต่อปี ซึ่งปัจจุบันเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ (Aging Society) ไปแล้ว โดยวัดจากเกณฑ์ประชากรที่มีอายุ 60 ปีขึ้นไปคิดเป็น 10% ของประชากรทุกช่วงอายุในพื้นที่เดียวกัน ซึ่งในปี 66 จังหวัดมุกดาหารมีสัดส่วนผู้สูงอายุอยู่ที่ 16.6% จังหวัดยโสธรอยู่ที่ 19.1% ส่วนทั้งประเทศไทยอยู่ที่ 19.9% ตามลำดับ โดยกลุ่มดังกล่าวมักมีความเสี่ยงต่อโรคภัยไข้เจ็บที่เพิ่มขึ้น จากการเปลี่ยนแปลงของสภาพร่างกายที่เสื่อมลง อาทิ ระบบภูมิคุ้มกัน ระบบประสาท ระบบหัวใจและหลอดเลือด และระบบกระดูกและกล้ามเนื้อ ทำให้ร่างกายอ่อนแอลงและเสี่ยงต่อการติดเชื้อและการเกิดโรคต่างๆมากขึ้น สะท้อนการใช้จ่ายที่เกี่ยวกับสุขภาพภายในประเทศที่เติบโตกว่า 5% ต่อปี

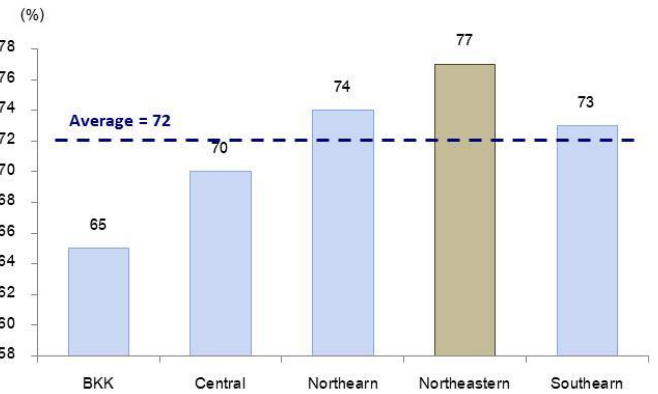


Figure16: จำนวนผู้ป่วยในของภาคตะวันออกเฉียงเหนือ



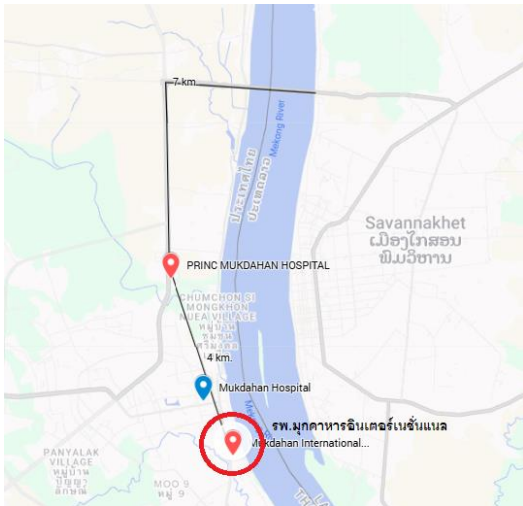
Source: NESDC and GloblexResearch

Figure17: อัตราครองเตียงแยกภูมิภาคในปี 2566



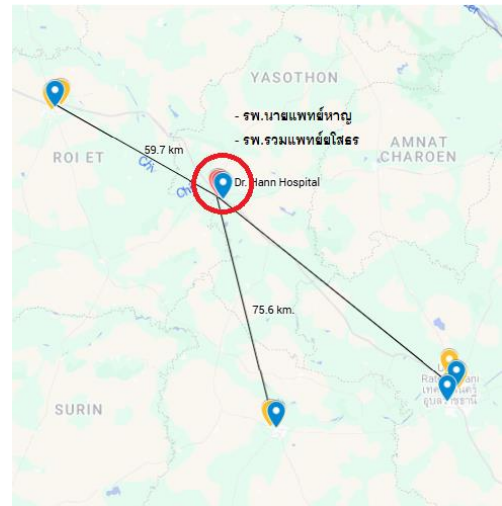
Source: NESDC and GloblexResearch

Figure18: ที่ตั้ง รพ.มุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล



Source: GoogleMap and GloblexResearch

Figure19: ที่ตั้ง รพ.นายแพทย์หาญ และรพ.รวมแพทย์ยโสธร



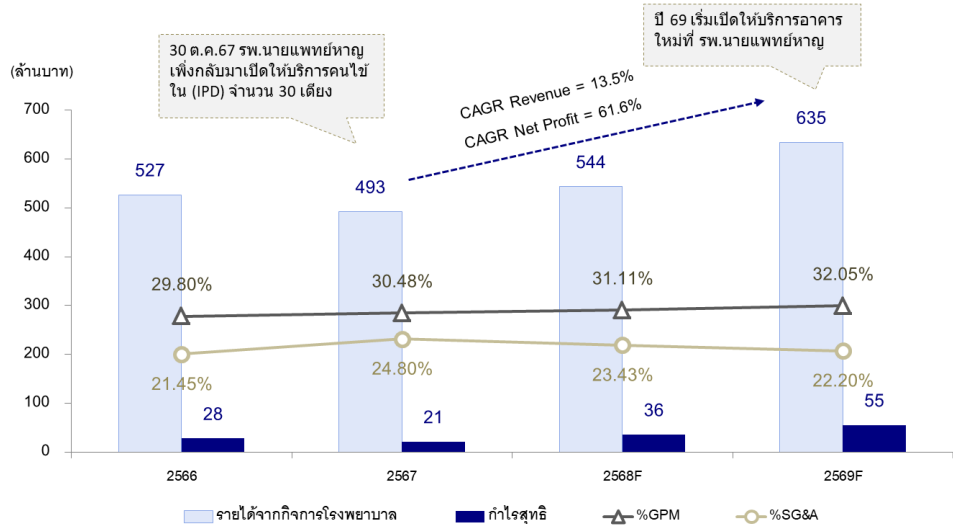
Source: GoogleMap and GloblexResearch

นอกจากนี้ โรงพยาบาลในแถบภาคตะวันออกเฉียงเหนือยังคงเผชิญปัญหาเกี่ยวกับกำลังการให้บริการที่ยังไม่เพียงพอ ซึ่งสะท้อนได้จากอัตราครองเตียงที่สูงกว่าระดับ 77% เทียบกับภูมิภาคอื่นซึ่งเฉลี่ยอยู่ที่ระดับ 72% ขณะเดียวกันจำนวนผู้ป่วยในยังคงเติบโตต่อเนื่องเฉลี่ยเกือบ 2% ต่อปี จึงเป็นโอกาสสำหรับธุรกิจโรงพยาบาลในภูมิภาคดังกล่าว

ขณะเดียวกัน แหล่งที่ตั้ง รพ.นายแพทย์หาญ และรพ.รวมแพทย์ยโสธร ในจังหวัดยโสธร ไม่มีคู่แข่งที่เป็น รพ. เอกชนที่อยู่ในบริเวณเดียวกัน ซึ่ง รพ.เอกชนรายอื่นๆส่วนใหญ่จะอยู่ห่างออกไปในรัศมีกว่า 60-95 กม. (Figure 19) โดยบริเวณใกล้เคียงมีเพียง รพ.ยโสธร ขนาด 485 เตียง ซึ่งเป็น รพ.รัฐ และปัจจุบันกำลังการให้บริการค่อนข้างเต็ม ส่วน รพ.มุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล มี รพ. ที่ตั้งอยู่ในบริเวณใกล้เคียง 2 แห่ง คือ 1) รพ.มุกดาหาร ขนาด 485 เตียง (รพ.รัฐ) และ 2) รพ.พรีนซ์มุกดาหาร (รพ.เอกชน) ตั้งอยู่ในรัศมีราว 4 กม. (Figure 18) ที่อาจเป็นคู่แข่งสำคัญในอนาคต อย่างไรก็ตาม รพ.พรีนซ์มุกดาหาร เพิ่งเปิดให้บริการเมื่อวันที่ 12 ธ.ค.67 จึงมีค่าบริการแพงกว่าของกลุ่มบริษัทเล็กน้อย โดยอิงจากค่าห้องเดี่ยวจะอยู่ที่ 3,200 บาท/คืน ขณะที่ของรพ.มุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนลอยู่ที่ 3,000 บาท/คืน นอกจากนี้ ทั้งกลุ่มลูกค้าคนไทยและ สปป.ลาว ส่วนใหญ่ยังคงรับการรักษาต่อเนื่องกับแพทย์ประจำตัวเดิม

## คาดการณ์กำไรปี 2568-69 รว 36-55 ลบ. เติบโตเฉลี่ย CAGR 62% ต่อปี

Figure20: Forecast



Source: GloblexResearch

เราคาดการณ์รายได้จากการกิจการโรงพยาบาลในปี 68-69 รว 544 ลบ. และ 635 ลบ. ตามลำดับ คิดเป็นการเติบโตเฉลี่ย CAGR 13.5% ต่อปี โดยมีปัจจัยสนับสนุนหลัก 4 ประการ คือ

- 1) ช่วงปลายปี 65 รพ.นายแพทย์หาญมีการรื้อถอนอาคาร 3 ชั้น ทำให้ปรับแผนคนไข้ใน (In-Patient Department : IPD) ที่เดิมให้บริการอยู่ทั้งหมด 60 เตียง อย่างไรก็ตาม วันที่ 30 ต.ค. 67 เฟื่องกลับมาเปิดให้บริการคนไข้ในจำนวน 30 เตียง ซึ่งใช้พื้นที่ข้างเคียงในการเปิดให้บริการดังกล่าว โดยภายหลังการนำหุ่นจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์ บริษัทจะนำเงินระดมทุนเพื่อมาก่อสร้างอาคารแห่งใหม่ทดแทนที่รื้อถอนไป ซึ่งคาดว่าจะเริ่มเปิดให้บริการในช่วงต้นปี 69 รวมทั้งมีแผนการสร้างอาคารแห่งใหม่ 3 ชั้น ที่ รพ. มุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล ซึ่งคาดว่าจะเริ่มเปิดให้บริการในปี 71
- 2) รุกตลาดต่างประเทศทั้งในกลุ่มคนไข้ สปป.ลาว และกัมพูชาเพิ่มเติม
- 3) กลุ่มคนไข้โครงการภาครัฐภายในประเทศซึ่งสามารถใช้สิทธิสวัสดิการในการรักษาได้ โดยจะเน้นการลงทุนพื้นที่ชุมชนเพื่อคัดกรองโรคนี้ และการผ่าตัดส่องกล้องระบบทางเดินอาหาร ตลอดจนการเพิ่มจำนวนเตียงเพื่อให้บริการฟอกไต
- 4) การเติบโตแบบปกติ (Organic Growth) จากสังคมสูงวัย (Aging Society) ทำให้มีโอกาสเกิดการเจ็บป่วยเพิ่มมากขึ้น โดยคาดจำนวนผู้ป่วยเพิ่มมากขึ้นราว 4-5% ต่อปี รวมทั้งการปรับเพิ่มค่าบริการสะท้อนต้นทุนการให้บริการที่เพิ่มขึ้นราว 4-5% ต่อปีเช่นกัน

คาด %GPM จะมีแนวโน้มทยอยปรับดีขึ้นจากปี 67 อยู่ที่ระดับ 30.48% สู่ราว 31-32% ในช่วงปี 68-69 จากจำนวนคนไข้ที่ทยอยปรับเพิ่มขึ้น การปรับเพิ่มค่าบริการ ควบคู่กับการปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงาน เช่นเดียวกับ %SG&A ทยอยปรับลดลงจากรายได้ที่เพิ่มขึ้น รวมทั้งค่าใช้จ่ายครั้งเดียวที่หมดไป (One-time Expenses) อาทิ ค่าใช้จ่ายสำหรับบริการขอรับรองมาตรฐานโรงพยาบาลและบริการสุขภาพ (HA) และค่าใช้จ่ายในการเตรียมตัวจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์ นอกจากนี้ บริษัทยังมี Loss Carry Forward จากผลขาดทุนในการปิดบริษัทที่ประเทศ

กัมพูชา ซึ่งสามารถใช้ทยอยหักภาษีบางส่วนได้ในปี 68-69 ส่งผลให้ราคาต่ากำไรสุทธิปี 68-69 รว 36 และ 55 ลบ. ตามลำดับ คิดเป็นการเติบโตเฉลี่ย CAGR 61.6% ต่อปี

## ประเมินราคาเหมาะสมในปี 68 ของ HANN รว 0.90 บาทต่อหุ้น

Figure 21: กลุ่มโรงพยาบาล

Detail	จำนวน เตียงรวม	กลุ่มผู้ใช้บริการ			2567					
		ทั่วไป	ประกันสังคม	สปสช.	รายได้ (ลบ.)	%GPM	%ROA	%ROE	PE (x)	
SKR รพ.ศิครินทร์ มีทั้งหมด 3 แห่ง - กทม. 1 แห่ง / จ.สมุทรปราการ 1 แห่ง - อ.หาดใหญ่ 1 แห่ง	654	/	/		6,057	29.09	9.21	8.85	24.65	
RJH รพ.ราชธานี มีทั้งหมด 4 แห่ง - จ.พระนครศรีอยุธยา 3 แห่ง - จ.สระบุรี 1 แห่ง	492	/	/		2,739	30.72	12.66	24.17	8.97	
TNH รพ.ไทยนครินทร์ 1 แห่ง ที่ กทม.	190	/			2,706	28.49	15.96	15.01	14.43	
PHG รพ.แพทย์รังสิต 3 แห่ง ที่ กทม.	270	/	/	/	2,273	23.52	13.23	12.56	16.53	
WPH รพ.วัฒนแพทย์ มีทั้งหมด 3 แห่ง - จ.ตรัง 1 แห่ง / จ.กระบี่ 1 แห่ง - อ.เกาะสมุย 1 แห่ง	263	/			2,032	31.42	14.29	21.11	21.34	
EKH รพ.เอกชัย 1 แห่ง ที่ จ.สมุทรสาคร	142	/			1,307	45.00	12.65	11.73	19.55	
RPH รพ.ราชพฤกษ์ 1 แห่ง ที่ จ.ขอนแก่น	198	/			1,161	33.22	11.24	9.79	16.81	
Average							31.64	12.75	14.75	17.47
HANN มี รพ.ทั้งหมด 3 แห่ง - จ.มุกดาหาร 1 แห่ง - จ.ยโสธร 2 แห่ง	148	/	/	/	493	30.48	6.25	11.57	13.14*	

Source: Company and GloboxResearch

Forward PE 68F\*

Figure 22: Peers P/E Bands (Cross-sectional data)



Source: Bloomberg and GloboxResearch

ฝ่ายวิจัย บล.โกลเบล็ก ประเมินราคาเหมาะสม HANN ด้วยวิธี Market Comparable Approach อิง Prospective PE ที่ระดับ 13.14x ณ ระดับ -1.0SD ของค่าเฉลี่ย 5 ปี ของกลุ่มโรงพยาบาล โดยถูกปรับลดลง (Derating) จากปกติซึ่งอยู่ที่ระดับ 19.34x สะท้อนความเสี่ยงของภาวะตลาดในปัจจุบัน ความเสี่ยงจากการเป็น รพ.ขนาดเล็ก ในแง่ของความปลอดภัยจากการให้บริการ รวมทั้งความเสี่ยงจากคู่แข่งที่เพิ่มขึ้น ขณะที่ เราประเมินกำไรสุทธิต่อหุ้นในปี 68 รว 0.069 บาท ส่งผลให้คำนวณเป็นราคาเหมาะสมปี 68 ที่ 0.90 บาท

## ความเสี่ยงหลักที่ควรพึงระวัง

- 1) ความเสี่ยงจากการแข่งขันในอุตสาหกรรม
- 2) ความเสี่ยงจากการขาดแคลนและ/หรือการพึ่งพิงแพทย์และบุคลากรทางการแพทย์
- 3) ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายโครงการสวัสดิการด้านสุขภาพภาครัฐ
- 4) ความเสี่ยงจากการขยายการลงทุนโครงการในอนาคต
- 5) ความเสี่ยงจากจำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมที่ไม่เข้าข่ายเกณฑ์ Silent Period

ตามเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้เข้าขาย Strategic Shareholders จะถูกห้ามนำหุ้นของตนซึ่งมีจำนวนรวมกัน 55% ของทุนชำระแล้วหลัง IPO ออกขายภายใน 1 ปี นับแต่วันที่หุ้นเริ่มซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ โดยทยอยขายหุ้นได้ 25% ของหุ้นที่ถูกห้ามขาย เมื่อครบกำหนด 6 เดือน

**ความเห็น** หากพิจารณาตามเกณฑ์ดังกล่าว จำนวนหุ้นภายหลังจากการ IPO จะมีจำนวนทั้งหมด 560 ล้านหุ้น อย่างไรก็ตาม จำนวนผู้ถือหุ้นก่อน IPO มีทั้งหมด 400 ล้านหุ้น ซึ่งมีจำนวนมากกว่า 308 ล้านหุ้น (560 ล้านหุ้น x 55%) ดังนั้นจึงมีหุ้นที่ไม่เข้าข่ายใช้เกณฑ์ Silent Period ทั้งหมด 92 ล้านหุ้น

## นโยบายการจ่ายเงินปันผลไม่น้อยกว่า 40% ของกำไรสุทธิตามงบการเงินเฉพาะกิจการ

บริษัทมีนโยบายจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในอัตราไม่น้อยกว่าร้อยละ 40 ของกำไรสุทธิตามงบการเงินเฉพาะกิจการของบริษัทภายหลังจากหักภาษีเงินได้นิติบุคคลและเงินลงทุนสำรองต่างๆ ทุกประเภทตามที่กำหนดไว้ในกฎหมายและข้อบังคับของบริษัท อย่างไรก็ตาม คณะกรรมการบริษัทอาจกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างไปจากอัตราที่กำหนดไว้ข้างต้นได้ตามความเหมาะสมและจำเป็นโดยพิจารณาจาก ผลการดำเนินงาน สถานะทางการเงิน กระแสเงินสด เงินทุนหมุนเวียน แผนการลงทุนและการขยายธุรกิจ สภาพตลาด ภาระหนี้สินและเงื่อนไขและข้อจำกัดตามที่ระบุไว้ในสัญญา รวมทั้งความจำเป็นและปัจจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานและการบริหารงานของบริษัทตามที่คณะกรรมการบริษัทพิจารณาเห็นสมควร โดยการจ่ายเงินปันผลดังกล่าวจะไม่ส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อการดำเนินธุรกิจปกติของบริษัท และจะต้องก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อผู้ถือหุ้น

## จุดประสงค์การใช้เงินเพิ่มทุนและโครงการในอนาคต

การจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนครั้งแรกแก่ประชาชน (Initial Public Offering : IPO) คิดเป็นจำนวนหุ้นทั้งสิ้น 160 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้ (Par) 0.50 บาทต่อหุ้น โดย HANN มีจุดประสงค์ในการนำเงินดังกล่าวเพื่อใช้ตามรายละเอียดดังนี้ คือ 1) เพื่อโครงการก่อสร้างอาคารใหม่ของโรงพยาบาลนายแพทย์หาญ 2) เพื่อโครงการก่อสร้างอาคาร 3 ชั้นของโรงพยาบาลมุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล 3) เพื่อโครงการปรับปรุงแผนกผู้ป่วยนอกของโรงพยาบาลมุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล และ 4) เพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน

### 1. โครงการก่อสร้างอาคารใหม่ของโรงพยาบาลนายแพทย์หาญ



- จำนวนเงินที่ใช้ 65 ลบ.
- ระยะเวลาที่ใช้เงินโดยประมาณ : ภายในปี 68-69

#### โครงการก่อสร้างอาคาร 3 ชั้น

- บริเวณชั้น 1 จะประกอบด้วยห้องโถง / แผนกกายกรรม / แผนกอายุกรรม / แผนกกุมารเวช / แผนกศัลยกรรม / แผนกสูติเวช / แผนกฉุกเฉิน / แผนกเวชระเบียน / แผนกประชาสัมพันธ์ โดยเป็นห้องตรวจแผนกผู้ป่วยนอก 3 ห้อง
  - บริเวณชั้น 2 จะประกอบด้วยแผนกผ่าตัด / ห้องฟักผู้ป่วย / ห้องผ่าตัด 1 / ห้องผ่าตัด 2 / ห้องคลอด
  - บริเวณชั้น 3 จะประกอบด้วยห้องฟักผู้ป่วยใน 6 ห้อง
- โดยโรงพยาบาลนายแพทย์หาญจะดำเนินการให้บริการในสาขาอายุกรรม กุมารเวช อุบัติเหตุฉุกเฉินและโครงการผ่าตัดต้อกระจก ซึ่งประเภทกลุ่มลูกค้าจะเป็นไปกลุ่มลูกค้าเงินสดและประกันชีวิต

### 2. โครงการก่อสร้างอาคาร 3 ชั้นของโรงพยาบาลมุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล



- จำนวนเงินที่ใช้ 105 ลบ.
- ระยะเวลาที่ใช้เงินโดยประมาณ : ภายในปี 69-71

#### โครงการก่อสร้างอาคาร 3 ชั้น

- บริเวณชั้น 1 จะเปิดให้บริการแผนกผู้ป่วยนอก แบ่งเป็นห้องตรวจผู้ป่วยนอกเด็ก 2 ห้อง ห้องกำจัดกาฬโรค 1 ห้อง
- บริเวณชั้น 2 จะเปิดให้บริการแผนกผู้ป่วยในเด็ก แผนกห้องผ่าตัดและห้องคลอด แบ่งเป็นห้องผู้ป่วยในเด็ก 15 ห้อง ห้องผ่าตัด 4 ห้อง ห้องฟักพัน 1 ห้อง ห้องคลอด 1 ห้องและห้องคลอด 1 ห้อง
- บริเวณชั้น 3 จะใช้จัดเป็นพื้นที่สำนักงานและห้องประชุม

### 3. โครงการปรับปรุงแผนกผู้ป่วยนอกของโรงพยาบาลมุกดาหารอินเตอร์เนชั่นแนล



- จำนวนเงินที่ใช้ 10 ลบ.
- ระยะเวลาที่ใช้เงินโดยประมาณ : ภายในปี 71

#### โครงการปรับปรุงแผนกผู้ป่วยนอก

ภายหลังจากย้ายแผนกผ่าตัดแล้วจึงมีแผนในการปรับปรุงพื้นที่บริเวณห้องผ่าตัดเดิมให้เป็นพื้นที่นั่งรอตรวจและสร้างห้องตรวจเพิ่มจาก 7 ห้องเป็น 10 ห้องเพื่อเพิ่มศักยภาพในการให้บริการผู้ป่วยนอก รวมถึงย้ายแผนกกายภาพอาหขึ้น 5 ภาที่ขึ้น 1 เพื่อเพิ่มศักยภาพของแผนกกายภาพสามารถให้บริการได้เพิ่มขึ้น และปรับปรุงพื้นที่ให้บริการให้มีภาพลักษณ์ที่ดีขึ้น

Financial Highlight						
Balance Sheet (Btm)	64A	65A	66A	67A	68E	69E
Cash	74	21	38	15	63	85
Receivables	65	39	31	48	54	63
Inventories	24	21	22	19	22	25
other current assets	0	0	0	0	0	0
Current assets	163	81	91	82	140	174
Non-current assets	266	295	255	251	306	300
Total assets	429	375	345	333	446	473
Current liabilities	98	75	73	73	80	76
Long-term liabilities	137	129	96	71	73	67
Total liabilities	235	204	168	144	153	143
Paid-up, prem share & others	202	182	182	183	262	262
Retained earnings	-8	-10	-5	7	31	68
Equity	194	171	177	189	293	330
P&L (Btm)	64A	65A	66A	67A	68E	69E
Sales	512	488	527	493	544	635
Cost of sales	334	366	370	342	375	431
Gross profits	178	122	157	150	169	203
Other Revenues	5	9	5	4	4	5
Selling & admin exp.	78	100	114	123	128	142
Other Expenses	0	0	1	0	0	0
EBIT	106	31	46	31	45	66
Interest exp.	7	5	7	4	3	2
EBT	99	25	39	27	42	65
Taxes	20	6	12	6	6	9
Profit after tax	79	20	28	21	36	55
Minority interest	83	22	0	0	0	0
Net Profit	-3	-3	28	21	36	55
EBITDA	149	72	91	71	90	121
EPS (Bt)	-0.02	-0.01	0.07	0.05	0.07	0.10
#Basic Shares (M.Units)	200	205	400	400	520	560
Cashflow projection (Btm)	64A	65A	66A	67A	68E	69E
EBIT(1-t)	85	24	33	24	36	53
Dep. & Amortization	44	41	44	40	45	54
Change in net working capital		18	5	-14	-6	-6
Capital expenditure	29	-49	-23	-37	-98	-52
Firm free cashflow	100	33	59	13	-24	50
Financial Ratios	64A	65A	66A	67A	68E	69E
Gross profit margin	35%	25%	30%	30%	31%	32%
Net profit margin	-1%	-1%	5%	4%	7%	9%
Current ratio (x)	1.7	1.1	1.2	1.1	1.7	2.3
Times interest earned (x)	16	6	7	8	17	40
Debt to Equity (x)	1.2	1.2	1.0	0.8	0.5	0.4
ROA	-1%	-1%	8%	6%	9%	12%
ROE	-2%	-1%	16%	12%	15%	18%
Trends (%)	64A	65A	66A	67A	68E	69E
Sales growth		-5%	8%	-7%	10%	17%
Expense growth		9%	6%	-6%	8%	14%
EBIT growth		-71%	52%	-34%	46%	48%
Net Profit		n/a	n/a	-24%	69%	55%
EBITDA		-52%	27%	-22%	27%	34%
EPS		n/a	n/a	-24%	30%	44%

Source: Financial Statement and Globlex Securities estimated

