

ESG Rating : -

CG Rating : -

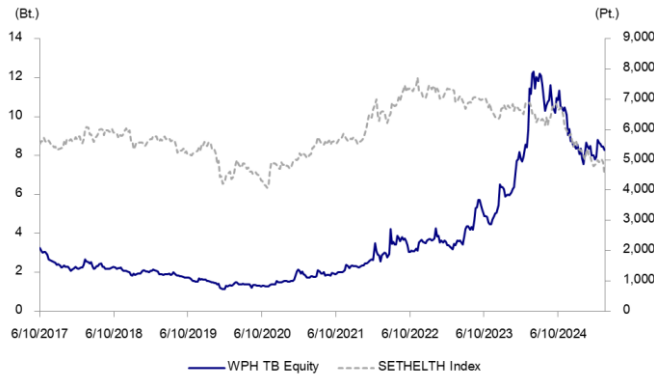
Year to Dec	65A	66A	67A	68E	69E
Net Profit (Mb)	116	93	279	408	428
EPS (Bt.)	0.19	0.15	0.42	0.58	0.61
EPS Growth (%)	-51	-21	180	39	5
P/E (x)	46.3	58.7	21.0	15.1	14.4
DPS (Bt)	0.10	0.11	0.10	0.15	0.12
Yield (%)	1.1	1.3	1.1	1.7	1.4
BVPS (Bt.)	1.7	1.8	2.4	2.8	3.3
P/BV (x)	5.1	4.8	3.7	3.2	2.7

Source: Financial Statement and Globlex securities calculated

PERTINENT INFORMATION	
SET Index	1,156.9
Market Cap.	Bt 6,126m
Total Shares	700.12m common share Par Bt 0.50
Major Shareholders as of Mar 10, 2025	
นาง ชิลารณห์ เหล่าสุนทร	20.29%
นาง ชิดามา บุญสันติสุข	11.40%
นาย วัฒน สิละวัฒน์	9.02%
นาง ชลลดา สุวรรณมงคล	7.45%
นาย วิชัย สิละวัฒน์	6.60%
นาง จริยา สิละวัฒน์	2.73%
% Free Float	36.78%

Source: The Stock Exchange of Thailand

Price Performance



Source: Bloomberg

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

ปัจจัยเสี่ยง

- จำนวนนักท่องเที่ยวที่ลดลง หรือมาตรการปิดประเทศเนื่องจากสถานการณ์ที่ไม่ปกติ
- การขาดแคลนบุคลากรทางการแพทย์
- แผนการขยายโรงพยาบาลแห่งใหม่ล่าช้า หรือรายได้ไม่เป็นไปตามที่คาดการณ์
- การแข่งขันภายในอุตสาหกรรมโรงพยาบาล

คำนิยาม

WPH: รพ.วัฒนแพทย์ ตรัง
WPA: รพ.วัฒนแพทย์ อ่าวนาง
WPS: รพ.วัฒนแพทย์ สมุย
KAH: รพ.คุณ อ่าวนาง
WPK: รพ.วัฒนแพทย์ ภูเก็ต

คาดแนวโน้ม 2Q68 เติบโตต่อเนื่อง YoY
แต่หดตัว QoQ ตามปัจจัยฤดูกาล

- งวด 1Q68 มีกำไร 179 ลบ. เติบโตสูง +62%YoY +165%QoQ
- คาด 2Q68 อาจอ่อนตัวลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล แต่คงเติบโต YoY
- คาดกำไรปี 68 รว 408 ลบ. +47%YoY จาก รพ.วัฒนแพทย์ อ่าวนาง ที่เติบโตดี และการขยายให้บริการในช่วงครึ่งปีหลัง
- เริ่มต้นคำแนะนำ “ซื้อ” และประเมินราคาเหมาะสมราว 11.00 บาท

Investment Highlight

งวด 1Q68 มีกำไร 179 ลบ. เติบโตสูง +62%YoY +165%QoQ

งวด 1Q68 มีรายได้ 724 ลบ. +25%YoY +38%QoQ จากการเติบโตทั้ง 3 กลุ่มโรงพยาบาล 1) รพ.WPH สัดส่วน 41% +6%YoY 2) รพ.WPA สัดส่วน 33% +74%YoY และ 3) รพ.WPS สัดส่วน 25% +18%YoY โดยหลักมาจาก WPA ที่เติบโตดีมาก หลังจากขยายให้บริการเตียงเพิ่มขึ้นจาก 59 เตียงเป็น 90 เตียง เมื่อช่วง 3Q67 ซึ่งได้รับสิทธิ์ BOI 3 ปี จึงมีการทำตลาด เพื่อส่งตัวคนไข้มาใช้บริการเพิ่มมากขึ้น ประกอบกับบริการใหม่ ส่วนเส้นเลือดหัวใจ (Cath Lab) มีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง เนื่องจากบริการประเภทนี้ยังขาดแคลน นอกจากนี้ กลุ่ม รพ. WPS WPH เติบโตดีเช่นกัน จาก High Season ของนักท่องเที่ยวต่างชาติ ขณะที่ %GPM ปรับเร่งขึ้นสู่ 43% (1Q67 = 38%, 4Q67 = 31%) จากผลของ Economies of Scale ส่งผลให้งวด 1Q68 มีกำไร 179 ลบ. +62%YoY +165%QoQ คิดเป็น 43% ของประมาณการทั้งปี 68 ที่ 408 ลบ. +47%YoY ซึ่งเราประเมิน Conservative ประกอบกับไตรมาส 1 ปกติเป็นช่วงสูงที่สุดของปี

คาด 2Q68 อาจอ่อนตัวลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล แต่คงเติบโต YoY

คาดแนวโน้ม 2Q68 อาจอ่อนตัวลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล แต่จะคงเติบโต YoY จากบริการที่เพิ่มขึ้น ส่วน 3Q68 จะปรับดีขึ้นจากการเข้าสู่ช่วง Seasonal ของโรคประจำฤดู สนับสนุนกลุ่ม รพ.WPH และ WPA ประกอบกับเริ่มให้บริการ Cath Lab และการขยายเตียงให้บริการเพิ่มที่ รพ.WPS ส่วน 4Q68 จะเป็น Season ของภาคการท่องเที่ยว สนับสนุนกลุ่ม รพ.WPA และ WPS โดยกลุ่มคนไข้หลักเป็นชาวยุโรปซึ่งยังคงมีการเติบโต ส่วนกลุ่มนักท่องเที่ยวจีนที่มีแนวโน้มหดตัว แต่มีผลกระทบไม่มากเนื่องจากบริษัทมีรายได้จากกลุ่มดังกล่าวไม่ถึง 1%

คาดกำไรปี 68 รว 408 ลบ. +47%YoY จาก รพ.วัฒนแพทย์ อ่าวนาง ที่เติบโตดี และการขยายให้บริการในช่วงครึ่งปีหลัง

เราคาดการณ์แนวโน้มรายได้ปี 68 รว 2,484 ลบ. +22%YoY โดยมีปัจจัยสนับสนุนจาก รพ.วัฒนแพทย์ อ่าวนาง (WPA) หลังจากมีการขยายเตียงให้บริการเพิ่มขึ้นสู่ 90 เตียง (จากเดิม 59 เตียง) ซึ่งได้รับสิทธิ์ BOI 3 ปี บริษัทจึงปรับกลยุทธ์การตลาดใหม่ให้ส่งผู้ป่วยมาใช้บริการเพิ่มขึ้น ทั้งการส่งตัวคนไข้จากโรงพยาบาลในเครือข่ายและการประชาสัมพันธ์ รวมทั้งบริการสวนหัวใจและหลอดเลือด Cath Lab ที่มีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง เนื่องจากการให้บริการดังกล่าวยังมีความขาดแคลน นอกจากนี้ รพ.WPS ยังเตรียมขยายให้บริการ Cath Lab ในช่วง 3Q68 รวมทั้งปรับขยายให้บริการเตียงเพิ่มขึ้นอีก 32 เตียง สู่ทั้งหมด 85 เตียงในช่วง 3-4Q68 เพื่อรองรับคนไข้กลุ่มประกันสังคมเพิ่มเติม ส่วน %EBITDA คาดเร่งขึ้นสู่ 28% จากปีก่อนอยู่ที่ระดับ 26% จากจำนวนคนไข้ที่เร่งขึ้น ส่งผลให้เกิด Economies of Scale ประกอบกับการบริหารจัดการต้นทุนและค่าใช้จ่ายอย่างมีประสิทธิภาพ ส่งผลให้เราคาดกำไรปี 68 รว 408 ลบ. +47%YoY

เราประเมินราคาเหมาะสม WPH ปี 68 โดยอิง Prospective PE ที่ 19.0x ณ ระดับ -1.5SD ของค่าเฉลี่ยกลุ่มโรงพยาบาล 7-8 ปี ซึ่งค่าเฉลี่ยในอดีตอยู่ที่ราว 36.6x โดย PE ถูกปรับลดลงจากค่าเฉลี่ย (Derating) สะท้อนภาวะเศรษฐกิจและกำลังซื้อที่อ่อนแอ และภาวะตลาดในปัจจุบัน ขณะที่ เราประเมินกำไรสุทธิต่อหุ้นปี 68 ราว 0.58 บาท/หุ้น คำนวณเป็นราคาเหมาะสมปี 68 ราว 11.00 บาท โดยราคาหุ้นมีอัฟไซต์จากราคาเป้าหมาย 24% จึงเริ่มต้นด้วยคำแนะนำ “ซื้อ”

Figure1: Performance and Forecast

(THB mn)	1Q67	4Q67	1Q68	%YoY	%QoQ	2566	2567	%YoY	2568F	%YoY	2569F	%YoY
Sales	575	521	721	25%	38%	1,460	2,032	39%	2,484	22%	2,821	14%
COGS	357	360	415	16%	15%	1,094	1,394	27%	1,653	19%	1,860	13%
Gross Profit	218	162	307	41%	89%	366	639	74%	831	30%	961	16%
Other Revenues	2	3	3	21%	5%	9	11	14%	10	-6%	15	50%
Selling & admin exp.	70	75	86	23%	15%	222	267	20%	313	18%	412	32%
EBIT	150	89	223	49%	150%	154	383	149%	528	38%	563	7%
Interest exp.	12	11	10	-21%	-11%	42	45	7%	45	0%	50	11%
EBT	137	78	213	55%	173%	112	337	202%	483	43%	513	6%
Taxes	26	9	31	20%	257%	17	54	225%	66	22%	76	16%
Minority Interest	1	2	4	227%	68%	2	4	106%	8	83%	9	12%
Net Profit	110	67	179	62%	165%	93	279	200%	408	46%	428	5%
%EBITDA	32.1%	24.6%	36.3%			18.6%	26.1%		28.3%		28.0%	
%GPM	37.8%	31.0%	42.5%			25.1%	31.4%		33.5%		34.1%	
%SG&A	12.2%	14.4%	11.9%			15.1%	13.0%		12.6%		14.5%	
%NPM	19.1%	12.9%	24.7%			6.3%	13.7%		16.4%		15.1%	

Source: Company and GloblexCalculated

บริษัท โรงพยาบาลวัฒนแพทย์ ตรัง จำกัด (มหาชน) (“บริษัท”)

บริษัท โรงพยาบาลวัฒนแพทย์ ตรัง จำกัด (มหาชน) (“บริษัท”) (WPH) ให้บริการทางการแพทย์ในฐานะโรงพยาบาลเอกชนทั่วไปขนาดใหญ่ระดับตติยภูมิ เริ่มก่อตั้งเมื่อปี 2534 ตั้งอยู่ที่ จ.ตรัง ขนาด 120 เตียง โดยต่อมาได้มีการขยายกิจการเพิ่มเติม ได้แก่ 1) บริษัท โรงพยาบาลวัฒนแพทย์ อ่าวนาง จำกัด (WPA) เปิดให้บริการเมื่อวันที่ 1 มีนาคม 2562 เป็นโรงพยาบาลทั่วไปขนาดกลาง ตั้งอยู่ที่ ต.อ่าวนาง อ.เมืองกระบี่ จ.กระบี่ ขนาด 90 เตียง และรองรับผู้ป่วยนอกได้เฉลี่ยประมาณ 200 คนต่อวัน และ 2) บริษัท โรงพยาบาลวัฒนแพทย์ สมุย จำกัด (WPS) เปิดให้บริการเมื่อวันที่ 18 กุมภาพันธ์ 2566 เป็นโรงพยาบาลทั่วไปขนาดกลาง ตั้งอยู่ที่ อ.เกาะสมุย จ.สุราษฎร์ธานี ขนาด 53 เตียง และรองรับผู้ป่วยนอกได้เฉลี่ยประมาณ 100 คนต่อวัน และเปิดรับผู้ป่วยสิทธิประกันสังคมในวันที่ 1 มกราคม 2568

นอกจากนี้ บริษัทยังอยู่ในระหว่างการขยายการลงทุนเพิ่มเติม ได้แก่ 1) บริษัท คุณ อ้วนนาง จำกัด (KAH) ซึ่งเป็นบริษัทร่วมลงทุนกับบริษัท เอกชัยการ แพทย์ จำกัด (มหาชน) (EKH) เพื่อประกอบกิจการโรงพยาบาลเฉพาะทางสำหรับผู้สูงอายุ ขนาด 36 เตียง คาดว่าจะเปิดดำเนินการได้ช่วงไตรมาส 1/2569 และ 2) บริษัท โรงพยาบาลวัฒนแพทย์ ภูเก็ต จำกัด (WPK) คาดว่าจะเปิดดำเนินการได้ช่วงไตรมาส 4/2569

Figure2: โรงพยาบาลวัฒนแพทย ตรัง (WPH)



Source: GoogleStreetview

Figure3: โรงพยาบาลวัฒนแพทย อำนาจ (WPA)



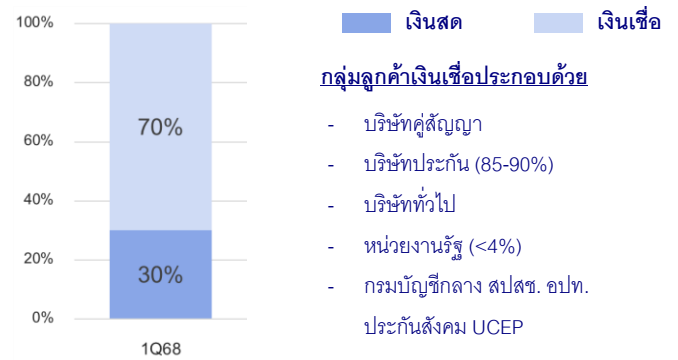
Source: GoogleStreetview

Figure4: โรงพยาบาลวัฒนแพทย สมุย (WPS)



Source: GoogleStreetview

Figure5: สัดส่วนลูกค้า (ช่วงไตรมาส 1/2568)



Source: Company, GloblexResearch

กลุ่มลูกค้าเป้าหมาย

บริษัท โรงพยาบาลวัฒนแพทย ตรัง จำกัด (มหาชน) ให้บริการทางการแพทย์ รักษาโรคพื้นฐานและโรคซับซ้อน ให้บริการแก่กลุ่มผู้รับบริการทั่วไปทั้งชาวไทยและชาวต่างชาติ ผู้ป่วยบริการครอบคลุม กลุ่มเงินสด ประกันสุขภาพ คู่สัญญากับองค์กรต่างๆ ทั้งภาครัฐและเอกชน ปัจจุบันบริษัทโรงพยาบาลวัฒนแพทย ตรัง จำกัด (มหาชน) เปิดให้บริการในกลุ่มบริการสำคัญดังนี้

Figure6: ผลิตภัณฑ์และลักษณะการให้บริการ

CLINIC SPECIALIST					SPECIAL UNIT	
คลินิกสูติ-นรีเวช Obstetrics and Gynecology	คลินิกศัลยกรรม Surgery	คลินิกกุมารเวชกรรม Pediatric	คลินิกอายุรกรรม Internal Medicine	คลินิกประสาทและสมอง Neurology	ห้องผ่าตัดเฉพาะทาง	บริการห้องผ่าตัด
คลินิกหัวใจ Cardiology	คลินิกตา Ophthalmology	คลินิกหู คอ จมูก nose and throat	คลินิกผิวหนังและผิวหนัง Dermatology	คลินิกทันตกรรม Dental	ห้องคลอดและการทำคลอด	ผู้ช่วยทันตแพทย์
คลินิกกระดูกและข้อ Orthopedic	คลินิกทางเดินอาหารและตับ Gastrointestinal and Liver	คลินิกเบาหวาน โรคต่อมไร้ท่อและเมตาบอลิซึม Diabetes Thyroid and Endocrinology	คลินิกวัคซีนและพัฒนาการเด็ก Vaccine and Child Development	แผนกกายภาพบำบัด Physical Therapy	บริการส่งต่อโรงพยาบาลอื่น	บริการส่งต่อโรงพยาบาลอื่น
HBOT Hyperbaric Oxygen Therapy	หน่วยไตและระบบไหลเวียนโลหิต Kidney and Hemodialysis	ศูนย์ส่งเสริมสุขภาพ Wellness Center	ศูนย์เอกซเรย์และ MRI X-Ray and MRI Center	ศูนย์ฉุกเฉิน Emergency Center		

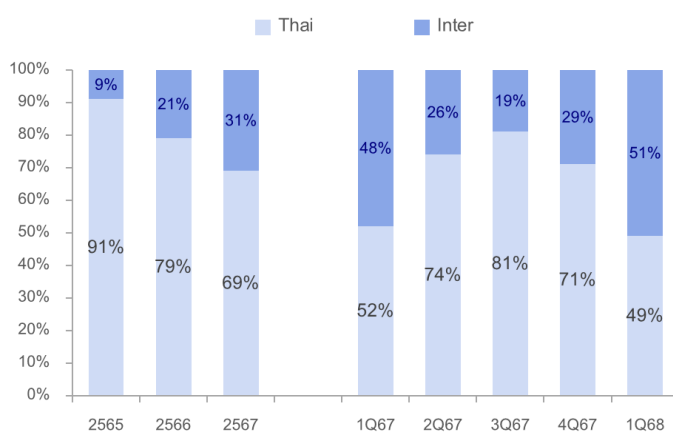
Source: Company

Figure7: รายได้จากกิจการโรงพยาบาล



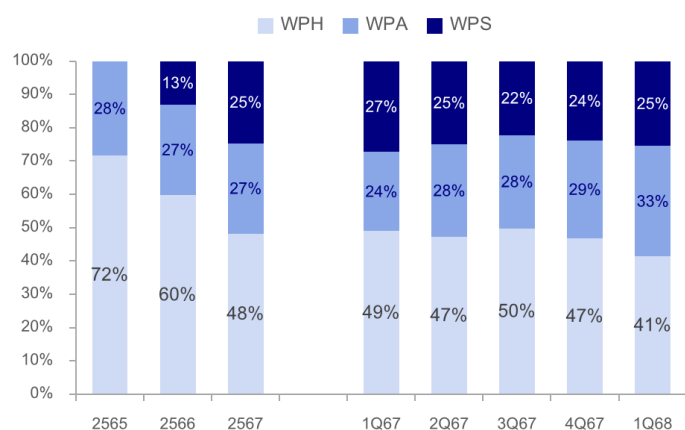
Source: Company, GloblexResearch

Figure8: สัดส่วนรายได้ Thai และ International



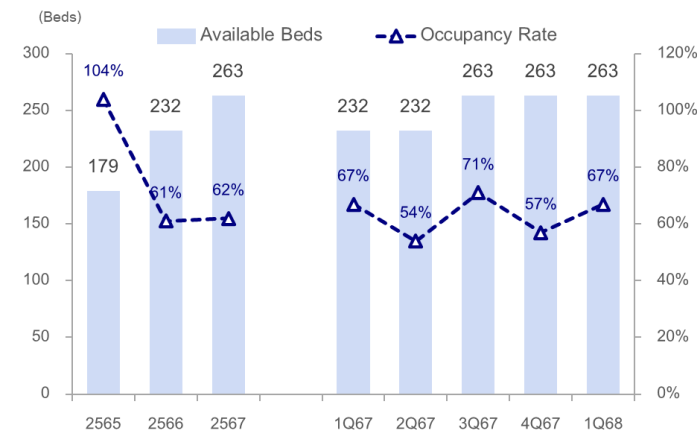
Source: Company, GloblexResearch

Figure9: สัดส่วนรายได้แยกรายโรงพยาบาล



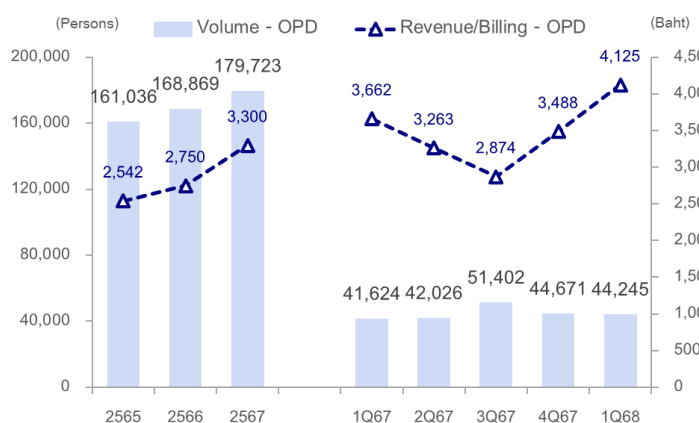
Source: Company, GloblexResearch

Figure10: จำนวนเตียงและอัตราการครองเตียง



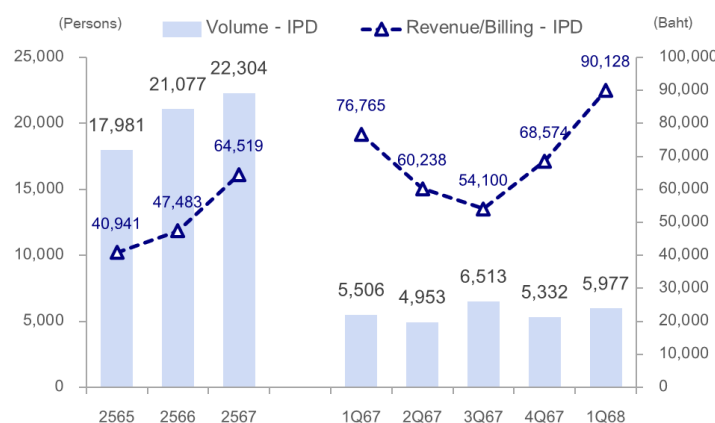
Source: Company, GloblexResearch

Figure11: ปริมาณผู้ป่วย OPD และอัตราการรักษาต่อครั้ง



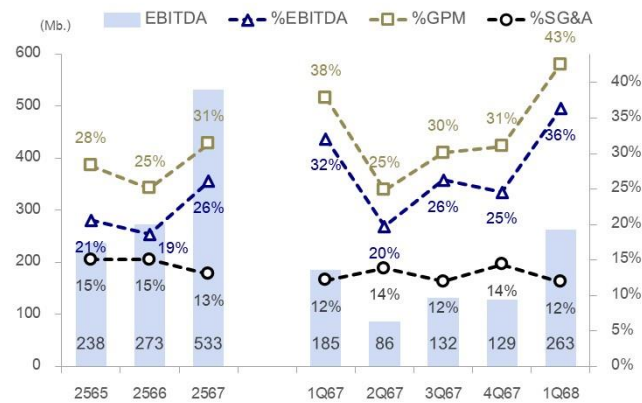
Source: Company, GloblexResearch

Figure12: ปริมาณผู้ป่วย IPD และอัตราการรักษาต่อครั้ง



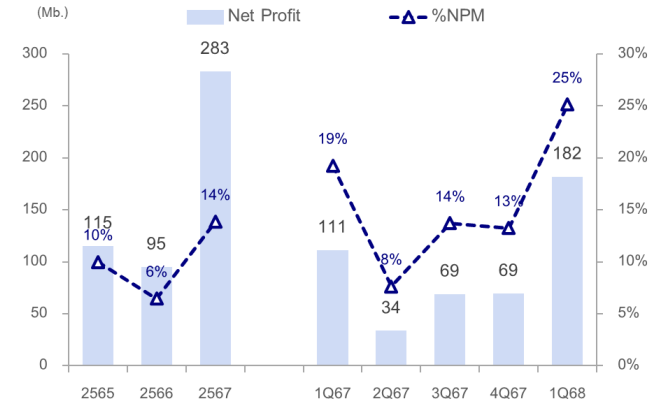
Source: Company, GloblexResearch

Figure13: EBITDA, %EBITDA, %GPM และ %SG&A



Source: Company, GlobexResearch

Figure14: กำไรสุทธิ และ %NPM



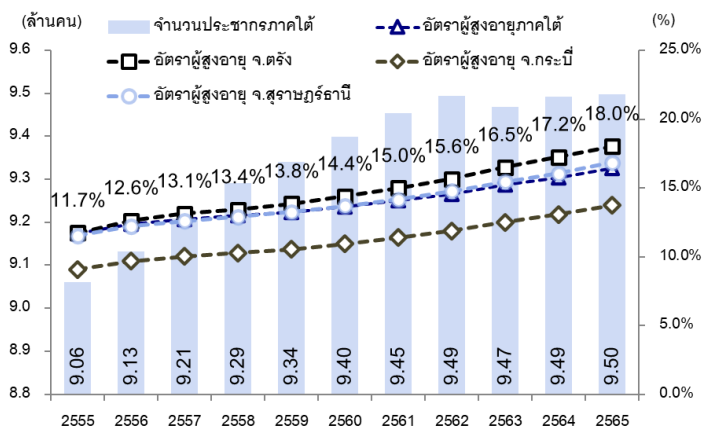
Source: Company, GlobexResearch

ช่วงปี 2565-67 บริษัทมีรายได้จากกิจการโรงพยาบาล 1,145 ลบ. 1,460 ลบ. และ 2,032 ลบ. ตามลำดับ คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย (Compound Annual Growth Rate: CAGR) รว 34% ต่อปี เติบโตต่อเนื่องหลังจากสถานการณ์โควิด-19 คลี่คลายลง ประกอบกับได้แรงหนุนจากการเปิดโรงพยาบาลใหม่ คือ รพ.วัฒนแพทย์ สมุย (WPS) ในปี 66 ซึ่งเปิดพร้อมกับช่วงที่นักท่องเที่ยวต่างชาติที่เริ่มกลับมาท่องเที่ยวในประเทศไทย ทำให้รายได้จากกลุ่มผู้ป่วยต่างชาติที่ขยายตัวอย่างรวดเร็ว ส่งผลให้สัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติเพิ่มขึ้นจาก 1% ในปี 64 เป็น 9% ในปี 65 และเร่งตัวเป็น 21% และ 31% ในปี 66 และ 67 ตามลำดับ นอกจากนี้ ช่วงกลางปี 67 ยังมีการขยายกำลังให้บริการเพิ่มขึ้นที่ รพ.วัฒนแพทย์ อ่าวนาง (WPA) ได้แก่ 1) ให้บริการสวนหัวใจและหลอดเลือด (Cardiac Catheterization Lab) หรือ Cath Lab และ 2) ขยายเตียงผู้ป่วยใน เพิ่มขึ้นจาก 59 เตียง สู่ 90 เตียง ซึ่งทั้ง 2 การลงทุน ได้สิทธิประโยชน์ทางภาษีจำนวน 8 ปี และ 3 ปี ตามลำดับ

ส่วนอัตรากำไรขั้นต้น (%GPM) ปรับลดลงจาก 28.3% ในปี 65 มาอยู่ที่ 25.1% ในปี 66 เนื่องจากการต้นทุนในการเปิดโรงพยาบาลแห่งใหม่บนเกาะสมุย แต่กลับมาฟื้นตัวในปี 67 ที่ระดับ 31% จากผลจากการประหยัดจากขนาด (Economies of Scale) พร้อมกับอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อรายได้รวม (%SG&A/Sales) ปรับลดลงจาก 15% เหลือ 13% ในปี 67 ส่งผลให้ในช่วงปี 65-67 บริษัทมีกำไรสุทธิ 115 ลบ. 95 ลบ. และ 283 ลบ. ตามลำดับ คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย CAGR รว 56% ต่อปี โดยปี 66 มีการรับรู้ผลขาดทุนจากรพ.วัฒนแพทย์ สมุย ที่อยู่ในช่วงเริ่มต้นการดำเนินงาน อย่างไรก็ตาม ในปี 67 สามารถพลิกกลับมาสร้างกำไรสูงสุดเป็นประวัติการณ์ (All Time High)

งวด 1Q68 มีรายได้ 724 ลบ. +25%YoY +38%QoQ จากการเติบโตทั้ง 3 กลุ่มโรงพยาบาล 1) รพ. WPH สัดส่วน 41% +6%YoY 2) รพ. WPA สัดส่วน 33% +74%YoY และ 3) รพ. WPS สัดส่วน 25% +18%YoY โดยหลักมาจาก WPA ที่เติบโตดีมาก หลังจากขยายให้บริการเตียงเพิ่มขึ้นจาก 59 เตียงเป็น 90 เตียง เมื่อช่วง 3Q67 ซึ่งได้รับสิทธิ์ BOI 3 ปี จึงมีการทำตลาด เพื่อ refer คนไข้มาใช้บริการเพิ่มมากขึ้น ประกอบกับบริการใหม่สวนเส้นเลือดหัวใจ (Cath Lab) มีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง เนื่องจากบริการประเภทนี้ยังขาดแคลน นอกจากนี้ กลุ่ม รพ. WPS WPH เติบโตดีเช่นกัน จาก High Season ของนักท่องเที่ยวต่างชาติซึ่งส่วนใหญ่เป็นกลุ่มลูกค้าชาวยุโรปที่ยังเติบโตดี ส่วนกลุ่มลูกค้าชาวจีนมีเพียงไม่ถึง 1% บริษัทจึงไม่ได้รับผลกระทบจากจำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่ลดลง ขณะที่ %GPM ปรับเร่งขึ้นสู่ 43% (1Q67 = 38%, 4Q67 = 31%) จากผลของ Economies of Scale ส่งผลให้งวด 1Q68 มีกำไร 179 ลบ. +62%YoY +165%QoQ

Figure15: จำนวนประชากรภาคใต้ และสัดส่วนผู้สูงอายุ



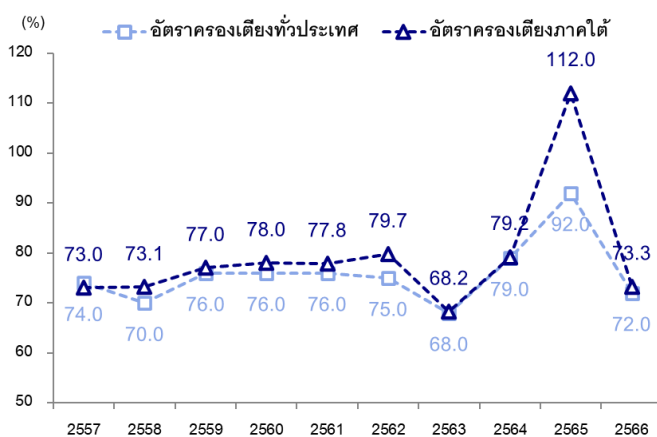
Source: NESDC, GloblexResearch

Figure16: ค่าใช้จ่ายสุขภาพของประเทศไทย



Source: NESDC, GloblexResearch

Figure17: อัตราครองเตียงทั่วประเทศไทยและภาคใต้



Source: NESDC, GloblexResearch

Figure18: จำนวนนักท่องเที่ยว กับรายได้ผู้ป่วยต่างชาติ WPH



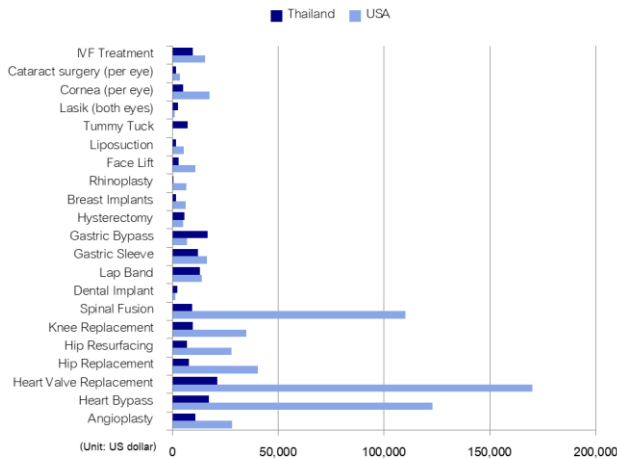
Source: Ministry of Tourism & Sports, Company, GloblexResearch

เราประเมินแนวโน้มอุตสาหกรรมโรงพยาบาลเอกชนในภาคใต้ยังคงมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง จาก 2 ปัจจัยหลัก คือ 1) แนวโน้มจำนวนผู้สูงอายุของภาคใต้ที่มีแนวโน้มเติบโตเฉลี่ย CAGR 4% ต่อปี โดยโครงสร้างประชากรในภาคใต้ รวมทั้งจังหวัดที่ WPH ได้ไปเปิดกิจการ ได้แก่ จ.ตรัง จ.กระบี่ และ จ.สุราษฎร์ธานี ซึ่งปัจจุบันได้เข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ (Aging Society) ไปแล้ว โดยวัดจากเกณฑ์ประชากรที่มีอายุ 60 ปีขึ้นไปคิดเป็น 10% ของประชากรทุกช่วงอายุในพื้นที่เดียวกัน โดยกลุ่มดังกล่าวมักมีความเสี่ยงต่อโรคภัยไข้เจ็บที่เพิ่มขึ้น จากการเปลี่ยนแปลงของสภาพร่างกายที่เสื่อมลง อาทิ ระบบภูมิคุ้มกัน ระบบประสาท ระบบหัวใจและหลอดเลือด และระบบกระดูกและกล้ามเนื้อ ทำให้ร่างกายอ่อนแอลงและเสี่ยงต่อการติดเชื้อและการเกิดโรคต่างๆ มากขึ้น สะท้อนการใช้จ่ายที่เกี่ยวกับสุขภาพภายในประเทศที่เติบโตเฉลี่ย CAGR กว่า 5% ต่อปี รวมทั้งสัดส่วนค่าใช้จ่ายด้านสุขภาพต่อค่าใช้จ่ายในครัวเรือนทั้งหมดที่มีสัดส่วนเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง (Figure16)

นอกจากนี้ 2) สัดส่วนรายได้จากกลุ่มผู้ป่วยต่างชาติของบริษัท ยังเติบโตเป็นไปในทิศทางเดียวกับจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติ (Figure18) เนื่องจากกิจการของบริษัทตั้งอยู่ในแหล่งท่องเที่ยว ขณะเดียวกันประเทศไทยยังเป็นหนึ่งในเป้าหมายหลักของการเดินทาง คือ การท่องเที่ยวเชิงสุขภาพ (Medical Tourism)

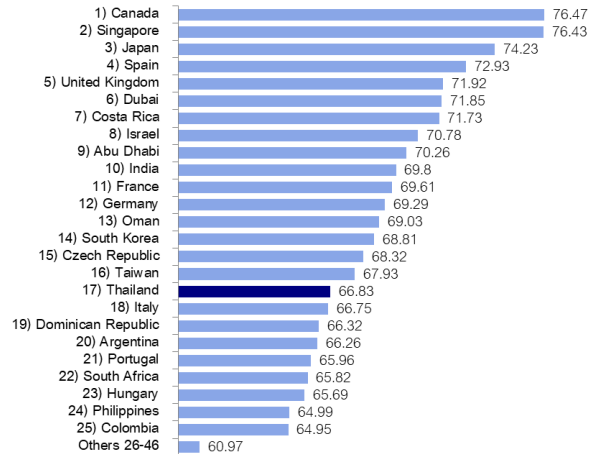
เนื่องจากประเทศไทยมีแหล่งท่องเที่ยวที่สวยงาม ประกอบกับหากพิจารณาค่าบริการระหว่างประเทศไทยกับสหรัฐอเมริกาถูกกว่าราว 30-40% โดยเปรียบเทียบ (Figure19)

Figure19: อัตราค่าบริการของไทย และสหรัฐอเมริกาปี 2564



Source: MedicalTourism.com, GloblexResearch

Figure20: Medical Tourism Score ปี 2563-64



Source: MedicalTourism.com, GloblexResearch

จากการจัดอันดับของ Medical Tourism Association (MTA) ในปี 63-64 พบว่าประเทศไทยมีดัชนีการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์ (Medical Tourism Index : MTI) อยู่ลำดับที่ 17 จากทั้งหมด 46 ประเทศ โดยการเปรียบเทียบ 3 หมวด คือ 1) Destination Environment อาทิ สภาพแวดล้อม ความปลอดภัย ระบบสาธารณูปโภค และความสะดวกสำหรับนักท่องเที่ยว เป็นต้น 2) Medical Tourism Industry คือ ขนาดและความพร้อมของอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์ และ 3) Quality of Facilities & Services คือ คุณภาพของโรงพยาบาล เทคโนโลยีการรักษา และมาตรฐานต่างๆ

Figure21: Thailand Medical Tourism Score ปี 2563-64

Thailand



This destination is one of 46 global destinations ranked within the 2020-2021 Medical Tourism Index. Below is a snapshot of this destination's ranking. [Check the 46 destinations.](#)



Destination Environment
36
out of 46 Destinations

Medical Tourism Industry
5
out of 46 Destinations

Quality of Facilities & Services
15
out of 46 Destinations

Source: MedicalTourism.com

แผนขยายการลงทุน 2 แห่ง รพ.คุณ และรพ.วัฒนแพทย์ ภูเก็ต เริ่มเปิดบริการ 1Q69 และ 4Q69 ตามลำดับ

Figure22: รพ.คุณ อ้วนนาง (KAH)



Source: Company

Figure23: รพ.วัฒนแพทย์ ภูเก็ต (WPK)



Source: Company

เป็นบริษัทย่อย โดยมีสัดส่วนการถือหุ้นที่ 51%

ลักษณะธุรกิจ: โรงพยาบาลเฉพาะทางสำหรับผู้สูงอายุ ขนาด 36 เตียง ซึ่งเป็นอาคารสูง 3 ชั้น

รูปแบบการให้บริการ:

1. ดูแลรักษาและให้คำปรึกษาด้าน Palliative Care
2. บริการ Nursing Home ภายภาพบำบัด ดูแลผู้ป่วยเฉพาะทางด้าน Palliative Care และผู้สูงอายุทั่วไป
3. ออกแบบกิจกรรมบำบัดที่หลากหลายพร้อมดูแลผู้ป่วยและครอบครัว
รายบุคคล เช่น Aroma Lab, House of Plant, ห้องดนตรี ศิลปะบำบัด
และดนตรีบำบัด เป็นต้น

งบลงทุน: 200.0 ลบ.

คาดการณ์เปิด: ไตรมาส 1 ปี 2569

ลักษณะธุรกิจ: ประกอบกิจการสถานพยาบาล ประเภทผู้ป่วยไว้ค้างคืน
อาคาร 5 ชั้น ขนาด 200 เตียง แบ่งเป็น 2 เฟส เฟสละ 100 เตียง

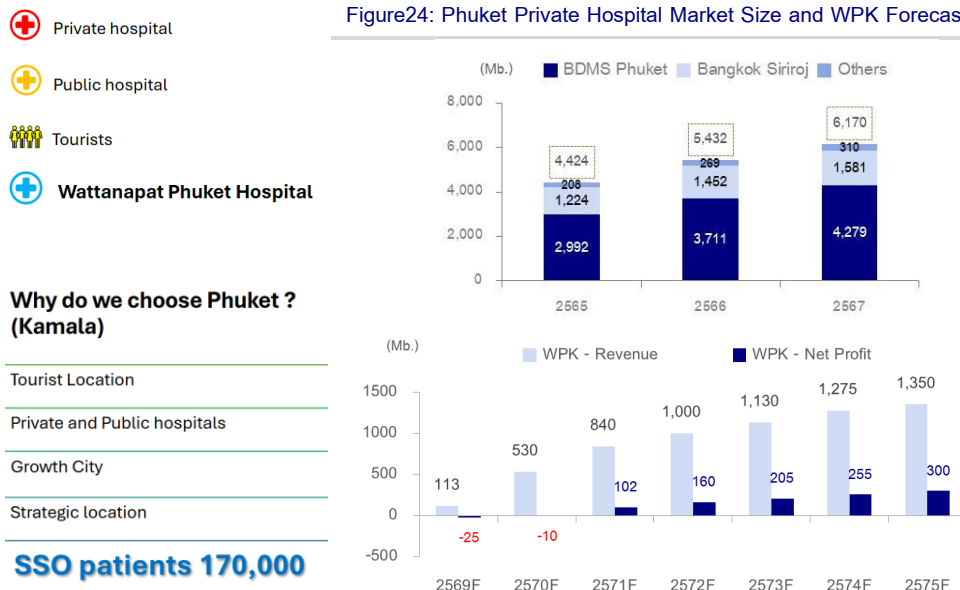
ทุนจดทะเบียน: 750.0 ลบ.

ที่ตั้ง: ต.กมลา อ.กระทุ่ม จ.ภูเก็ต เนื้อที่ 9 ไร่ 3 งาน 90.1 ตร.วา

งบลงทุน: 1,200.0 ลบ. (เฉพาะเฟสแรก)

คาดการณ์เปิด: ไตรมาส 4 ปี 2569

Figure24: Phuket Private Hospital Market Size and WPK Forecast



Source: Company, WPK Forecasted by Company (OppDay 3Q67)

คาดการณ์ปี 68-69 รว 408 ลบ. +47%YoY และ 428 ลบ. +5%YoY ตามลำดับ

เราคาดการณ์แนวโน้มรายได้ปี 68 รว 2,484 ลบ. +22%YoY โดยมีปัจจัยสนับสนุนจาก รพ.พัฒนาแพทย์ อ่าวนาง (WPA) หลังจากมีการขยายเตียงให้บริการเพิ่มขึ้นสู่ 90 เตียง (จากเดิม 59 เตียง) ซึ่งได้รับสิทธิ BOI 3 ปี บริษัทจึงมีการปรับทำการตลาดใหม่ให้ส่งผู้ป่วยมาใช้บริการเพิ่มขึ้น ทั้งการส่งตัวคนไข้จากโรงพยาบาลในเครือข่ายและการประชาสัมพันธ์ รวมทั้งบริการสวนหัวใจและหลอดเลือด (Cardiac Catheterization Lab) หรือ Cath Lab ที่มีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง เนื่องจากการให้บริการดังกล่าวยังมีความขาดแคลน นอกจากนี้ที่ รพ.พัฒนแพทย์ สมุย (WPS) ยังเตรียมขยายให้บริการ Cath Lab ในช่วง 3Q68 รวมทั้งปรับขยายให้บริการเตียงเพิ่มขึ้นอีก 32 เตียง สู่ทั้งหมด 85 เตียงในช่วง 3-4Q68 เพื่อรองรับคนไข้กลุ่มประกันสังคมเพิ่มเติม ส่วน %EBITDA คาดเร่งขึ้นสู่ 28% จากปีก่อนอยู่ที่ระดับ 26% จากจำนวนคนไข้ที่เร่งขึ้น ส่งผลให้เกิดการประหยัดจากขนาด (Economies of Scale) ประกอบกับการบริหารต้นทุนและค่าใช้จ่ายอย่างมีประสิทธิภาพ ส่งผลให้เรคาดกำไรปี 68 รว 408 ลบ. +47%YoY

ส่วนแนวโน้มรายได้และกำไรสุทธิปี 69 คาดที่ราว 2,821 ลบ. +14%YoY และ 428 ลบ. +5%YoY ตามลำดับ โดยเติบโตจากทั้ง 3 กลุ่มโรงพยาบาลเดิม รวมทั้งการเปิดให้บริการโรงพยาบาลใหม่ 2 แห่ง คือ

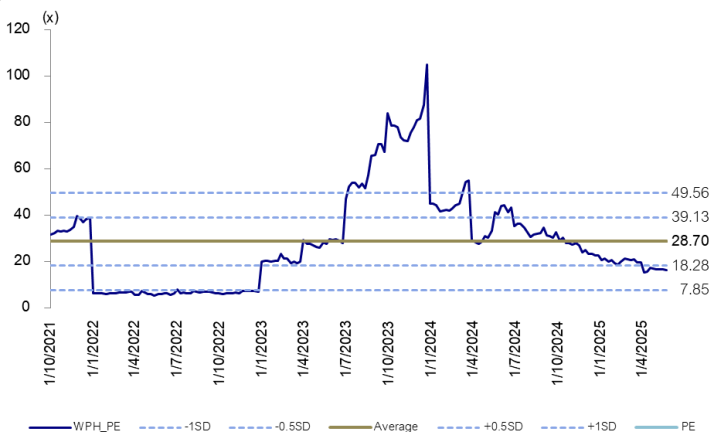
1) รพ.คุณ อ้วนนาง (KAH) ขนาด 33 เตียง คาด เปิดให้บริการในช่วง 1Q69 โดยหากอิง รพ.คุณที่ บมจ.เอกชัยการแพทย์ (EKH) เปิดให้บริการอยู่แล้ว ขนาด 30 เตียง ซึ่งในปีที่ผ่านมา มีรายได้ราว 100 ลบ. อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ารายได้ต่อบิลของ รพ.คุณ อ้วนนาง มีโอกาสสูงกว่าที่ให้บริการอยู่ในปัจจุบันราว 20-30% แต่อาจอยู่ในช่วงเริ่มต้นของการให้บริการ เราจึงประเมินรายได้เบื้องต้นอย่าง Conservative ของ รพ.คุณ อ้วนนาง ในปี 69 ราว 50 ลบ.

2) **รพ.วัฒนแพทย์ ภูเก็ต (WPK)** (เฟสแรก ขนาด 100 เตียง) คาดเปิดให้บริการในช่วง 4Q69 ซึ่งผู้บริหารคาดการณ์ว่ามีโอกาสชิงส่วนแบ่งตลาดของ รพ.เอกชน ในจังหวัดภูเก็ตได้ราว 5-10% ซึ่งในปี 67 มีขนาดตลาดกว่า 6 พันลบ. อย่างไรก็ตาม เบื้องต้นในช่วง 4Q69 คาดรายได้เพียง 113 ลบ.

อย่างไรก็ตาม คาดผลประกอบการของทั้ง 2 โรงพยาบาลใหม่ มีโอกาสต่ำกว่าจุดคุ้มทุน (Breakeven) และไม่สามารถสร้างกำไรได้ในปีแรก จึงทำให้คาดการณ์แนวโน้มกำไรทั้งปี 69 ของบริษัทอาจต่ำกว่าการเติบโตของรายได้

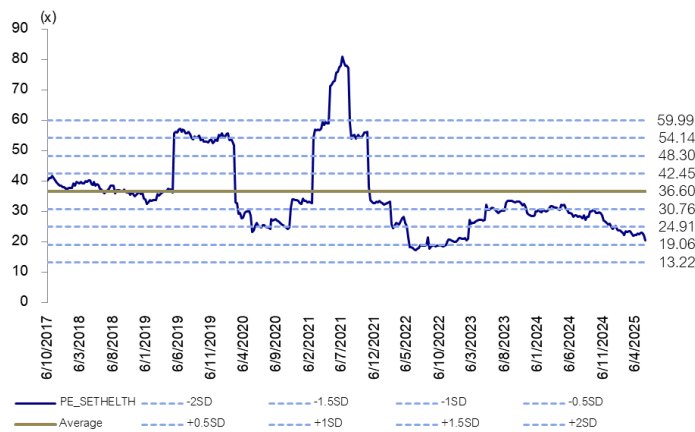
เริ่มต้นคำแนะนำ “ซื้อ” และประเมินราคาเหมาะสม WPH ในปี 68 ราว 11.00 บาท

Figure24 : PE Ratio Bands (WPH)



Source: Bloomberg, GloblexResearch

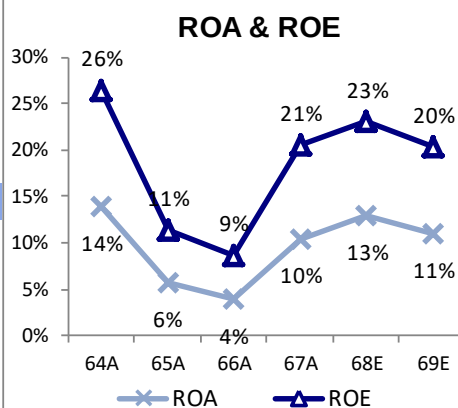
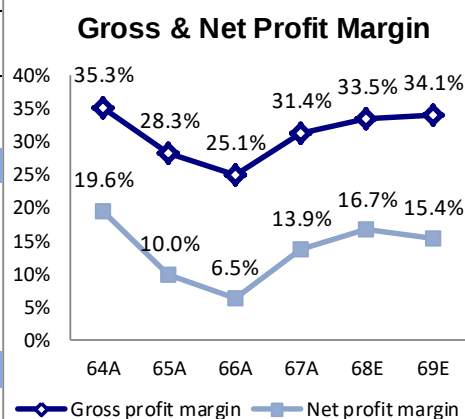
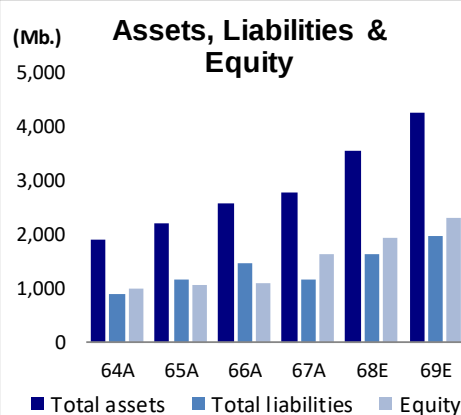
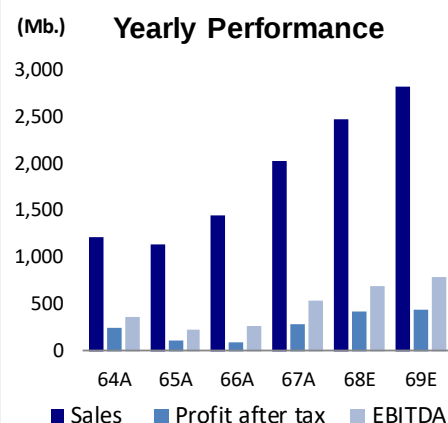
Figure25 : PE กลุ่มโรงพยาบาล (SETHELTH)



Source: Bloomberg, GloblexResearch

เราประเมินราคาเหมาะสม WPH ปี 68 โดยอิง Prospective PE ที่ 19.0x ณ ระดับ -1.5SD ของค่าเฉลี่ยกลุ่มโรงพยาบาล 7-8 ปี จากค่าเฉลี่ยในอดีตอยู่ที่ราว 36.6x (Figure25) โดย PE ถูกปรับลดลงจากค่าเฉลี่ย (Derating) สะท้อนภาวะเศรษฐกิจและกำลังซื้อที่อ่อนแอ และภาวะตลาดในปัจจุบัน ขณะที่ เราประเมินกำไรสุทธิต่อหุ้นปี 68 ราว 0.58 บาท/หุ้น คำนวณเป็นราคาเหมาะสมปี 68 ราว 11.00 บาท โดยราคาหุ้นมีอัฟไซต์จากราคาเป้าหมาย 24% จึงเริ่มต้นด้วยคำแนะนำ “ซื้อ”

Financial Highlight						
Balance Sheet (Btm)	64A	65A	66A	67A	68E	69E
Cash	39	39	77	66	182	141
Receivables	429	195	167	201	246	279
Inventories	35	36	51	53	63	71
other current assets	13	18	24	18	21	24
Current assets	517	289	319	338	512	515
Non-current assets	1,378	1,926	2,251	2,446	3,044	3,737
Total assets	1,895	2,214	2,570	2,784	3,556	4,251
Current liabilities	278	323	529	316	356	472
Long-term liabilities	628	847	943	850	1,268	1,495
Total liabilities	906	1,170	1,472	1,165	1,624	1,966
Paid-up, prem share & others	803	802	829	1,143	1,165	1,174
Retained earnings	186	242	269	475	767	1,112
Equity	988	1,044	1,098	1,619	1,932	2,285
P&L (Btm)	64A	65A	66A	67A	68E	69E
Sales	1,226	1,145	1,460	2,032	2,484	2,821
Cost of sales	794	821	1,094	1,394	1,653	1,860
Gross profits	432	324	366	639	831	961
Other Revenues	7	8	9	11	10	15
Selling & admin exp.	143	174	222	267	313	412
Other Expenses	0	0	0	0	0	0
EBIT	296	158	154	383	528	563
Interest exp.	14	15	42	45	45	50
EBT	282	143	112	337	483	513
Taxes	41	28	17	54	66	76
Profit after tax	242	115	95	283	416	437
- Minority	9	0	2	4	8	9
- Owners	232	116	93	279	408	428
EBITDA	370	238	273	533	705	793
EPS (Bt)	0.39	0.19	0.15	0.42	0.58	0.61
Cashflow projection (Btm)	64A	65A	66A	67A	68E	69E
EBIT(1-t)	254	127	131	321	456	479
Dep. & Amortization	73	79	120	150	177	230
Change in net working capital	-301	293	0	-57	-24	-17
Capital expenditure	-114	-507	-492	-279	-836	-900
Firm free cashflow	-88	-8	-242	136	-227	-207
Financial Ratios	64A	65A	66A	67A	68E	69E
Gross profit margin	35.3%	28.3%	25.1%	31.4%	33.5%	34.1%
Net profit margin	19.6%	10.0%	6.5%	13.9%	16.7%	15.4%
Current ratio (x)	1.9	0.9	0.6	1.1	1.4	1.1
Times interest earned (x)	21	11	4	8	12	11
Debt to Equity (x)	0.9	1.1	1.3	0.7	0.8	0.9
ROA	14%	6%	4%	10%	13%	11%
ROE	26%	11%	9%	21%	23%	20%
Trends (%)	64A	65A	66A	67A	68E	69E
Sales growth	74%	-7%	27%	39%	22%	14%
Expense growth	33%	5%	32%	28%	18%	15%
EBIT growth	-1218%	-47%	-3%	149%	38%	7%
Net Profit	-818%	-52%	-18%	198%	47%	5%
EBITDA	991%	-36%	15%	95%	32%	13%
EPS	-920%	-51%	-21%	180%	39%	5%



Source: Financial Statement and Globlex Securities estimated