

บมจ. กรุงเทพดุสิตเวชการ (BDMS)

พริวิวลประกอบการไตรมาส 4/58: คาดกำไรหลักโตขึ้นต่อเนื่องในไตรมาส 4/58 แต่ราคาหุ้นรับรู้ข่าวดีแล้ว

แม้เรคาดว่าค่าใช้จ่ายจากการเปิดโรงพยาบาลใหม่จะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องแต่รายได้จากคนไข้ที่มากขึ้นน่าจะเพียงพอที่จะช่วยชดเชยต้นทุนที่เพิ่มขึ้นได้ ส่งผลให้กำไรหลักในไตรมาส 4/58 น่าจะยังเติบโตขึ้นได้ 4% และจากการที่ทางบริษัทมีแผนที่จะเปิดโรงพยาบาลใหม่ ๆ เพียงแค่ 1 แห่ง ประกอบกับยังคงมาตรการควบคุมค่าใช้จ่ายอยู่ เราจึงคาดว่ากำไรหลักจะขยายตัวขึ้น 21% ในปีนี้ อย่างไรก็ดี ราคาหุ้นรับรู้ข่าวดีที่เกิดขึ้นแล้ว คงคำแนะนำ ถือ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 23.50 บาทขณะที่จุดซื้อกลับอยู่ที่ 21.00 บาท

- คาดการณ์ใหม่**
- คาดคนไข้ต่างชาติจะเป็นปัจจัยหลักหนุนการเติบโตในไตรมาส 4/58** เรคาดว่าผลประกอบการของ BDMS ในไตรมาส 4/58 จะออกมาดีโดยคาดยอดขายในไตรมาส 4/58 จะเติบโตขึ้นต่อเนื่องที่ 10% yoy อยู่ที่ประมาณ 16,3334 ล้านบาทจากความต้องการในการรักษาพยาบาลของคนไข้ในประเทศและต่างชาติที่ยังคงสูงอยู่ โดยเรคาดว่ารายได้จากคนไข้ต่างชาติ (หลักๆ มาจากประเทศคูเวต กัมพูชาและสหรัฐฯ) จะเติบโตขึ้น 12% yoy ในไตรมาส 4/58 เทียบกับอัตราการเติบโตของคนไข้ในประเทศอยู่ที่ 9% เท่านั้น การที่คนไข้ต่างชาติเข้ามาใช้บริการรักษาพยาบาลในประเทศไทยอย่างต่อเนื่องนั้นสาเหตุก็มาจากค่ารักษาพยาบาลที่ถูกกว่าเมื่อเทียบกับของประเทศสิงคโปร์และประเทศพัฒนาแล้วประเทศอื่นๆ ประกอบกับสถานการณ์ทางการเมืองในประเทศไทยที่มีความสงบขณะที่คนไข้ในประเทศบางส่วนที่เป็นกลุ่มผู้มีรายได้ระดับกลางยังได้รับผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจที่อ่อนตัวลง ณ. ปัจจุบัน สัดส่วนของรายได้จากคนไข้ต่างชาติและคนไข้ในประเทศอยู่ที่ 29:71 ในขณะที่เดียวกัน เรคาดว่ารายได้ของโรงพยาบาลใน กรุงเทพฯ ในไตรมาส 4/58 จะขยายตัวขึ้น 7% yoy ขณะที่คาดรายได้ในต่างจังหวัดจะเพิ่มขึ้น 15% yoy
- คาดยังคงมีความกดดันของ EBITDA margin** อยู่ อย่างไรก็ดี เรคาดว่า EBITDA margin ในไตรมาส 4/58 จะปรับตัวลดลงเล็กน้อยอยู่ที่ 18.6% เทียบกับที่ 18.9% ในไตรมาส 4/57 ด้วยสาเหตุหลักจาก 1) จำนวน ร.พ. ใหม่ที่มากขึ้นจาก 10 แห่งในไตรมาส 4/57 มาอยู่ที่ 14 แห่งในไตรมาส 4/58 2) การบริโภคในประเทศที่อ่อนตัวลงและ 3) จังหวัดท่องเที่ยวทางภาคใต้ซึ่งยังไม่ฟื้นตัวขึ้นเต็มที่จากภาวะเศรษฐกิจที่อ่อนตัวลง อย่างไรก็ดี การที่ทาง BDMS ยังคงมุ่งเน้นไปยังการควบคุมค่าใช้จ่ายอย่างเข้มงวดก็ช่วยทำให้ต้นทุนลดลง ทำให้ผลกระทบต่อ margin มีค่อนข้างน้อย
- คาดกำไรหลักในไตรมาส 4/58 เพิ่มขึ้น 4%** แม้คาด margin จะต่ำลง แต่เรามองว่ายอดขายที่เพิ่มขึ้นจะอยู่ในระดับมากพอที่จะช่วยหนุนให้กำไรหลักของ BDMS เติบโตขึ้น 4% yoy อยู่ที่ 1,846 ล้านบาทในไตรมาส 4/58

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Net turnover	50,461	55,901	62,460	70,588	78,414
EBITDA	9,718	11,450	12,310	14,267	16,700
Operating profit	6,935	8,171	8,460	10,225	12,346
Net profit (rep./act.)	6,261	7,394	7,713	9,078	11,000
Net profit (adj.)	6,076	7,179	7,487	9,078	11,000
EPS (Bt)	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7
PE (x)	55.0	46.6	44.7	36.9	30.4
P/B (x)	8.2	7.2	6.6	6.0	5.4
EV/EBITDA (x)	37.1	31.5	29.3	25.3	21.6
Dividend yield (%)	0.9	1.1	1.2	1.4	1.6
Net margin (%)	12.4	13.2	12.3	12.9	14.0
Net debt/(cash) to equity (%)	45.8	55.7	51.8	42.4	34.1
Interest cover (x)	10.2	11.8	10.8	12.7	16.5
ROE (%)	16.2	16.9	15.8	17.1	19.5
Consensus net profit	-	-	7,690	8,841	10,514
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.97	1.03	1.05

Source: Bangkok Dusit Medical Services, Bloomberg, UOB Kay Hian

n.m.: not meaningful; negative P/E, EV/EBITDA reflected as n.m.
 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่เชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ UOB Kay Hian (ประเทศไทย) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณ่ต่างที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ถือ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน	21.60 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	23.50 บาท
Upside	+8.8%
(ราคาเป้าหมายเดิม	23.00 บาท)

รายละเอียดบริษัท

กลุ่ม ร.พ.เอกชนชั้นนำของประเทศและเปิดให้บริการทั่วประเทศ สัดส่วนรายได้ระหว่างผู้ป่วยในประเทศและต่างประเทศอยู่ที่ 70:30 ในปัจจุบัน ปัจจัยหนุนการเติบโตมาจากการขยายโครงการ Greenfield ทั้งในประเทศและภูมิภาค รวมทั้ง การควบรวมกิจการ

Stock Data

GICS sector	Health Care
Bloomberg ticker:	BGH TB
Shares issued (m):	15,491.0
Market cap (Btm):	334,604.7
Market cap (US\$m):	9,464.1
3-mth avg daily turnover (US\$m):	15.4

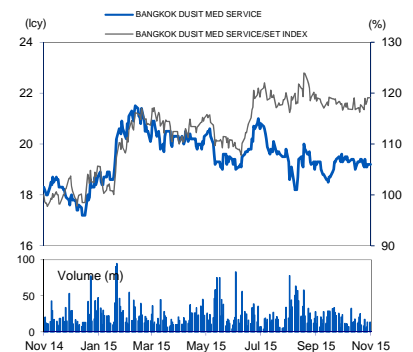
Price Performance (%)

52-week high/low	Bt22.30/Bt12.20			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
0.5	11.3	10.8	5.4	3.1

Major Shareholders

Prasarttong-osoth family	29.7
Tongtang family	14.1
Viriya Insurance	6.1
FY16 NAV/Share (Bt)	3.60
FY16 Net Debt/Share (Bt)	1.52

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

โกวิท พงศ์วิญญู

02-659-8304

kwitip@uobkayhian.co.th

ผลกระทบในอนาคต

- **คาด EBITDA ดีขึ้นในปี** นี้ จากการที่มีการเปิด ร.พ. ใหม่เพียงแค่ 1 แห่งในปีนี้ (ร.พ. เปาโล รังสิต) และจะเปิดอีก 1 แห่ง (ร.พ. จอมเทียน) ในปี 61 ขณะที่ ร.พ. ที่เปิดให้บริการเมื่อปี 57 และ 58 จะเริ่มสร้างรายได้มากขึ้นประกอบกับการควบคุมต้นทุนอย่างเข้มงวด เราจึงคาดว่า EBITDA margin ของ BDMS จะเริ่มปรับตัวดีขึ้นในปี นี้ โดยจากจำนวน ร.พ. ใหม่ทั้งหมด มี ร.พ. 2 แห่งที่คาดว่าจะทำกำไรในปี นี้และอีก 2 แห่งจะมี EBITDA เป็นบวก นอกจากนี้ เราคาดว่าสถานะเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวขึ้น ประกอบกับการท่องเที่ยวในภาคใต้ที่ดีขึ้นจะช่วยหนุนให้ EBITDA margin ของ BDMS ขยายตัวขึ้นจาก 19.7% ในปี 58 มาอยู่ที่ 20.2% ในปีนี้
- **คาดกำไรสุทธิกลับมาเติบโตแข็งแกร่งในปี** นี้ จากความต้องการในการรักษาพยาบาลจากคนไข้ทั้งในประเทศและต่างประเทศที่คาดว่าจะยังแข็งแกร่ง ประกอบกับ ร.พ. ใหม่ ๆ จะมีรายได้เพิ่มขึ้น เราจึงคาดว่ายอดขายของ BDMS จะเติบโตขึ้น 12% และ 13% อยู่ที่ 62,460 ล้านบาทและ 70,588 ล้านบาทในปี 58 และ 59 ตามลำดับ จากค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นจากการเปิด ร.พ. ใหม่ ๆ เมื่อปีที่แล้ว เราจึงคาดว่าอัตราการเติบโตของกำไรหลักในปี 58 จะลดลง โดยจะเติบโตแค่ 4% yoy เท่านั้นมาอยู่ที่ 7,487 ล้านบาท นอกจากนี้ จากการนำมาตรการควบคุมค่าใช้จ่ายมาใช้และการเปิด ร.พ. ใหม่ ๆ ที่ลดลงตั้งแต่เป็นต้นไป เราจึงคาดว่ากำไรสุทธิของ BDMS จะกลับมาเติบโตขึ้นอีกครั้งในปี นี้ที่ 21% อยู่ที่ 9,078 ล้านบาท

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- **ปรับประมาณการกำไรสุทธิ** เนื่องจากเราคาดว่ายอดขายจะดีขึ้นและ margin จะปรับตัวลดลงเล็กน้อยในไตรมาส 4/58 เราจึงปรับประมาณการกำไรสุทธิในปี 58 แต่เพียงเล็กน้อย แต่คงประมาณการกำไรสุทธิในปี 59 ไว้ตามเดิม

คำแนะนำ

- **ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 23.50 บาท** จาก market price ของ BH ที่เพิ่มสูงขึ้น คำนวณด้วยวิธี SOTP
- **คงคำแนะนำ ถือ** แม้เราคาดว่ากำไรสุทธิจะเติบโตขึ้นในปี นี้แต่ราคาหุ้นน่าจะรับรู้ข่าวดีที่เกิดขึ้นแล้ว นอกจากนี้ ราคาหุ้น BDMS ในขณะนี้ซื้อขายด้วย 2016F PE ที่ 37 เท่า ซึ่งใกล้เคียงกับของคู่แข่งรายอื่นในประเทศและระดับภูมิภาคที่ 38 เท่า คงคำแนะนำ ถือ เพื่อที่จะรอข่าว M&A ใหม่ ๆ ที่จะเกิดขึ้น

SOTP VALUATION

	Value (Btm)	Value/share (Bt)	Note
BDMS TB	328,868	20.51	DCF, discount rate 7%
RAM TB	9,178	0.57	market price
BH TB	38,722	2.42	market price
Total	376,768	23.50	(on a fully-diluted basis)

Source: UOB Kay Hian

เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลต่อราคาหุ้น

- **ดีล M&A ที่มากขึ้น**

RESULTS PREVIEW

Year to 31 Dec (Btm)	4Q15F	yoy % chg	qoq % chg	2015F	yoy % chg
Sales	16,334	10.1	2.1	62,460	11.7
Gross Profit	5,405	9.1	(2.4)	21,290	9.6
EBITDA	3,043	8.3	(4.2)	12,310	7.5
Pre-tax Profit	2,022	3.6	(4.1)	8,300	3.0
Tax	(426)	(2.3)	(7.4)	(1,783)	6.7
Net Profit	1,846	(2.3)	(11.5)	7,713	4.3
Net Profit (Ex EI)	1,846	4.1	(1.4)	7,487	4.3
EPS (Bt)	0.11	(12.9)	(16.0)	0.50	3.7
EBITDA margin (%)	18.6			19.7	
Net margin (%)	11.3			12.3	

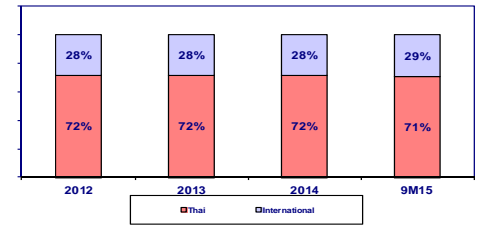
Source: UOB Kay Hian

PEER COMPARISON

Company	Stock Code	P/E (x) 2016F	P/B (x) 2016F	EV/EBITDA (x) 2016F	Div yield (%) 2016F	ROE (%) 2016F	Earnings Growth (%) 2016F
Bangkok Dusit	BDMS TB	36.7	6.0	25.5	1.4	16.4	18.4
Bumrungrad	BH TB	39.3	10.6	25.6	1.3	28.4	18.3
Bangkok Chain	BCH TB	34.1	4.5	16.6	1.5	12.2	18.9
Raffles Medical	RFMD SP	29.4	3.6	20.8	1.5	13.0	13.9
IHH Healthcare	IHH MK	46.0	2.5	69.1	0.6	5.6	23.5
KPJ Healthcare	KPJ MK	27.8	3.0	14.0	1.8	11.3	9.8
Ramsay	RHC AU	24.4	5.7	11.3	2.1	23.6	15.1
Apollo	APHS IN	50.7	5.7	24.8	0.5	11.8	9.6
Local aver.		37.5	7.5	25.5	1.3	20.3	18.4
Total aver.		38.9	5.1	35.8	1.2	15.1	18.8

รายละเอียดข้อมูลหุ้นที่ปรากฏในตารางข้างต้นเป็นข้อมูลเบื้องต้นที่อิงตามข้อมูลที่มีอยู่ ณ วันที่จัดทำรายงานฉบับนี้ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำข้อมูลนี้ขอสงวนสิทธิ์ในข้อมูลเบื้องต้นหรือประมาณการดังกล่าวที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

THAI & INTERNATIONAL PATIENTS (SALES)



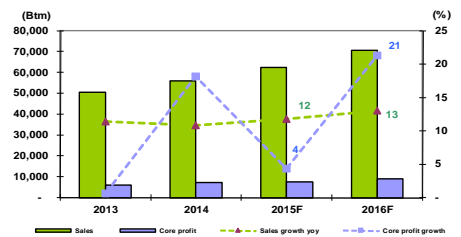
Source: BDMS, UOB Kay Hian

EARNINGS FORECASTS

(Btm)	----- 2015F -----			----- 2016F -----		
	Old	New	%chg	Old	New	%chg
Sales	62,280	62,460	0%	70,588	70,588	0%
Net profit	7,556	7,487	-1%	9,078	9,078	0%

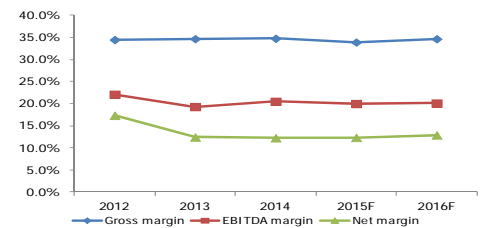
Source: UOB Kay Hian

SALES AND CORE PROFIT GROWTH



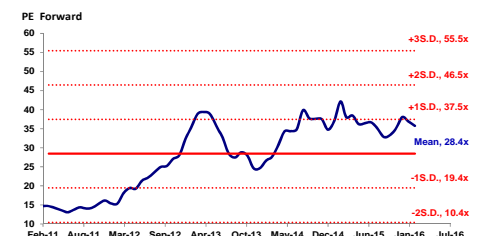
Source: BDMS, UOB Kay Hian

MARGINS



Source: BDMS, UOB Kay Hian

PE MEAN AND SD



Source: UOB Kay Hian