

บมจ. บางกอก เซ็น ฮอสปิทอล (BCH)

ปรับคำแนะนำเป็น ชื้อ จากผลประกอบการของ WMC ที่ฟื้นตัวอย่างมีนัยสำคัญ

ปัจจัยหนุนหลักที่ทำให้ผลประกอบการของ WMC ฟื้นตัวอย่างมีนัยสำคัญมาจาก 1) การมุ่งเน้นไปยังการรักษาคนไข้ต่างชาติและ 2) ความสามารถของ ร.พ. ในการดึงแพทย์ที่มีคุณภาพเข้ามาให้การรักษาใน ร.พ. ในขณะที่เดียวกัน ผลประกอบการของ ร.พ. อื่นๆ ในกลุ่มก็มีการเติบโตอย่างต่อเนื่องพร้อมๆ ไปกับแผนงานการขยายกิจการของ ร.พ. ดังนั้น เราคาดว่ากำไรสุทธิในปี 59 จะเติบโตขึ้น 29% yoy จากกำไรสุทธิที่ไม่มีการเติบโตในปีที่แล้ว นอกจากนี้ จากการที่ผลประกอบการของ WMC เริ่มฟื้นตัวขึ้น เราจึงปรับเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 13.00 บาทและปรับเพิ่มคำแนะนำหุ้น BCH เป็น ชื้อ

เหตุการณ์ใหม่

- **คาด WMC เริ่มสร้างกำไรในปีหน้า** หลังประสบความสำเร็จในการดึงคนไข้ต่างชาติให้มารักษาที่ WMC ซึ่งเป็น ร.พ. ระดับพรีเมียมของกลุ่มฯ รวมทั้งมีคนไข้ในประเทศเข้ามารับการรักษายาบาลมากขึ้นจากการออกไปรื้อฟื้นส่งเสริมทางการตลาดจำนวนมากทำให้จำนวนคนไข้ทั้ง OPD และ IPD ของ WMC ในปี 58 เพิ่มขึ้น 18% และ 33% yoy ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม utilization rate ยังอยู่ในระดับต่ำที่ 6-9% สำหรับปีนี้ WMC พยายามที่จะเพิ่มจำนวนคนไข้ทั้งต่างชาติและในประเทศให้มากขึ้นด้วยการออกแพ็คเกจส่วนลดค่าบริการยาบาลลงถึง 20% จากราคาปกติซึ่งใกล้เคียงกับ ร.พ. ระดับพรีเมียมอื่นๆ นอกจากนี้ จากความสัมพันธ์ส่วนตัวของผู้บริหารทำให้ WMC สามารถดึงทีมแพทย์ที่มีคุณภาพจากร.พ. จุฬาฯ นำโดย ศ.นพ. อติศร ภัทรชาติกุล อดีตคณบดีคณะแพทยศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย เข้ามาทำงานใน ร.พ. และจากจำนวนคนไข้ที่มากขึ้น เราจึงคาดว่าผลประกอบการของ WMC จะถึงจุดคุ้มทุนในช่วงปลายปีนี้แม้คาดจะรับรู้ผลขาดทุนสุทธิที่ 57 ล้านบาทในปี 59 ด้วยเหตุนี้ เราคาดว่า WMC จะเริ่มสร้างกำไรให้กับกลุ่มฯ ตั้งแต่ปีหน้าเป็นต้นไป
- **จำนวนคนไข้เงินสดและประกันสังคมเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง** จากสถานะเศรษฐกิจที่อ่อนตัวลงทำให้ลูกค้าของ BCH ซึ่งส่วนใหญ่เป็นกลุ่มผู้มีรายได้ระดับกลางซึ่งไม่มีเงินมากพอที่จะจ่ายค่ารักษาพยาบาลได้จึงหันไปใช้สิทธิในการรักษาพยาบาลผ่านระบบประกันสังคมแทนตั้งแต่ปี 58 เราคาดว่าสัดส่วนคนไข้เงินสดต่อคนไข้ประกันสังคมจะยังอยู่ที่ 64:35 ในอีก 2 ปีข้างหน้า เราคาดว่ารายได้จากคนไข้เงินสดจะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องหนุนจากความต้องการในการรักษาพยาบาลที่อยู่ในระดับสูงและผลประกอบการของ WMC ที่ฟื้นตัวขึ้น ขณะที่รายได้จากคนไข้ประกันสังคมจะเติบโตขึ้นต่อเนื่องจากจำนวนคนไข้ประกันสังคมที่มากขึ้นโดยเราคาดว่าจำนวนคนไข้ประกันสังคมจะเพิ่มขึ้นจาก 697,000 รายในปี 58 มาอยู่ที่ 764,000 รายในปีนี้และจะเท่ากับโควตาที่ ร.พ. จะรองรับคนไข้ได้ที่ 810,000 รายในปีหน้า
- **เตรียมขยาย ร.พ. อีก BCH** อยู่ระหว่างอัปเดตคลินิกที่แม่สายให้เป็น ร.พ. ที่มีขนาดเตียงผู้ป่วยจำนวน 30 เตียงด้วยเงินลงทุนที่ประมาณ 10 ล้านบาทและคาดว่าจะก่อสร้างแล้วเสร็จในไตรมาส 1/60 ขณะที่กลุ่มคนไข้เป้าหมายจะเป็นคนไข้จากประเทศพม่าและลาว นอกจากนี้ BCH ยังมีโครงการขยาย ร.พ. อีก 2 แห่งได้แก่ ร.พ. รามคำแหงและเชียงใหม่ ซึ่ง เชียงรายโดยจะเพิ่มเตียงผู้ป่วยให้ขึ้นเป็น 144 เตียงและ 30 เตียงตามลำดับโดยคาดของร.พ. รามคำแหงจะแล้วเสร็จในไตรมาส 1/61 และของร.พ. เชียงรายจะเสร็จสมบูรณ์ในปี 61

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	5,301	5,766	6,465	7,231	8,276
EBITDA	1,343	1,383	1,634	1,967	2,327
Operating profit	910	922	1,140	1,398	1,741
Net profit (rep./act.)	522	527	679	848	1,089
Net profit (adj.)	522	527	679	848	1,089
EPS (Bt)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
PE (x)	50.6	50.2	39.0	31.2	24.3
P/B (x)	6.4	6.1	5.5	5.0	4.4
EV/EBITDA (x)	23.1	22.4	19.0	15.7	13.3
Dividend yield (%)	1.1	0.7	1.3	1.6	2.1
Net margin (%)	9.8	9.1	10.5	11.7	13.2
Net debt/(cash) to equity (%)	88.5	87.5	82.7	88.3	73.6
Interest cover (x)	8.4	8.5	8.6	8.1	8.0
ROE (%)	12.9	12.4	15.2	18.0	21.6
Consensus net profit	-	-	633	757	947
UOBKH/Consensus (x)	-	-	1.07	1.12	1.15

รายงานของ UOB KayHian เป็นเพียงข้อมูลเบื้องต้นเท่านั้นและไม่ถือเป็นคำแนะนำการลงทุนหรือการรับประกันผลตอบแทนใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำรายงานนี้มีการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการดังกล่าวที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ซื้อ

(Upgraded)

ราคาปัจจุบัน	10.60 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	13.00 บาท
Upside	+22.6%
(ราคาเป้าหมายเดิม)	9.70 บาท)

รายละเอียดบริษัท

กลุ่ม ร.พ.ขนาดกลางในต่างจังหวัดโดยเปิดให้บริการแก่ผู้มีรายได้ระดับกลางและคนไข้ตามโครงการประกันสังคมของรัฐบาล

Stock Data

GICS sector	Health Care
Bloomberg ticker:	BCH TB
Shares issued (m):	2,493.7
Market cap (Btm):	26,433.7
Market cap (US\$m):	745.8
3-mth avg daily turnover (US\$m):	2.2

Price Performance (%)

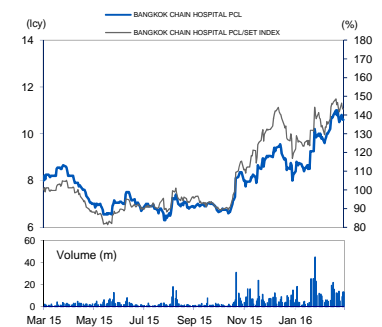
52-week high/low	Bt11.00/Bt6.30			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
6.0	17.8	53.6	30.9	17.1

Major Shareholders

Hamphanich family	50.0
Thai NVDR	7.4
The Bank of New York Mellon	5.2

FY16 NAV/Share (Bt)	1.91
FY16 Net Debt/Share (Bt)	1.58

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

โกวิท พงศ์วิญญู

02-659-8304

kowit.p@uobkayhian.co.th

ผลกระทบในอนาคต

- **คาดการณ์กำไรสุทธิไตรมาส 1/59 ดี** เราคาดว่าผลประกอบการของ BCH ในไตรมาส 1/59 จะออกมาดีโดยคาดยอดขายในไตรมาส 1/59 จะเติบโตขึ้น 14% yoy อยู่ที่ 1,510 ล้านบาทจากความต้องการในการรักษาพยาบาลที่อยู่ในระดับสูงและผลประกอบการของ WMC ที่ฟื้นตัวขึ้น เราคาดว่า gross และ EBITDA margin จะปรับตัวดีขึ้นอยู่ที่ 31% และ 24% ตามลำดับจาก การที่มีคนไข้ เพิ่มขึ้นที่ WMC ดังนั้น เราคาดว่ากำไรสุทธิของ BCH ในไตรมาส 1/59 จะอยู่ที่ 151 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 59% yoy
- **คาดการณ์กำไรสุทธิโตขึ้น 29% ในปี 59** เนื่องจากผลประกอบการของ WMC ฟื้นตัวขึ้นเร็วกว่าที่คาดการณ์ไว้และเราคาดว่า BCH จะรับรู้รายได้จาก ร.พ. เกษมราษฎร์ ศรีบุรินทร์ มากขึ้นจากการเปิดให้บริการตึก OPD ใหม่เมื่อเดือน ม.ค. ที่ผ่านมา เราจึงคาดว่าจะยอดขายและกำไรสุทธิของ BCH ในปี 59 จะเติบโตขึ้น 12% และ 29% อยู่ที่ 6,465 ล้านบาทและ 679 ล้านบาทตามลำดับ นอกจากนี้ จากการอัปเดตกรณีศึกษาแม่สายขึ้นเป็น ร.พ. ขนาด 30 เตียงในช่วงต้นปีหน้าและ WMC จะเริ่มสร้างกำไรแล้วในเวลานั้น เราจึงคาดว่าจะยอดขายและกำไรสุทธิของ BCH ในปี 60 จะเพิ่มขึ้น 12% และ 25% อยู่ที่ 7,231 ล้านบาทและ 848 ล้านบาทตามลำดับ ปัจจัยหนุนการเติบโตอื่นๆ ยังจะมาจกโครงการขยายร.พ. รามคำแหง (จ. กรุงเทพฯ) และเชียงใหม่ (จ. เชียงราย) ในปี 61 ในขณะที่เดียวกัน WMC ก็จะเริ่มสร้างกำไรให้กับกลุ่มฯ

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- การปรับประมาณการ จากผลประกอบการของ WMC ที่ฟื้นตัวเร็วกว่าคาด เราจึงปรับเพิ่มประมาณการยอดขายและกำไรสุทธิในปี 59 และ 60 ขึ้น

EARNINGS FORECASTS

(Btm)	2016F			2017F		
	Old	New	% chg	Old	New	% chg
Sales	6,211	6,465	4	6,816	7,231	6
Net profit	618	679	10	756	848	12

Source: UOB Kay Hian

คำแนะนำ

- **ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 13.00 บาท** เพื่อให้สอดคล้องกับการปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิ เราจึงปรับราคาเป้าหมายหุ้น BCH ขึ้นเป็น 13.00 บาทอิงด้วยวิธี DCF และ discount rate ที่ 7%
- **ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น ชื้อ** จากผลประกอบการของ WMC ที่กำลังฟื้นตัวขึ้นและคาดว่าจะสร้างกำไรเป็นครั้งแรกในปี 60 ประกอบกับผลประกอบการของคนไข้ทั้ง 2 กลุ่มของ ร.พ. ทำผลงานได้ดีหนุนจากการขยาย ร.พ. อย่างต่อเนื่อง เราจึงปรับเพิ่มคำแนะนำหุ้น BCH จาก ถือ เป็น ชื้อ

เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น

- ดีล M&A ที่จะเกิดขึ้นในอนาคต

RESULTS PREVIEW

Year to 31 Dec (Btm)	1Q16F	1Q15	yoy % chg	4Q15	qoq % chg
Sales	1,510	1,330	13.5	1,606	(6.0)
Gross Profit	470	390	20.5	552	(14.9)
EBITDA	360	290	24.1	420	(14.3)
Pre-tax Profit	228	163	39.9	280	(18.6)
Tax	(47)	(38)	24.2	(52)	(9.2)
Net Profit	151	95	58.7	190	(20.6)
Net Profit (Ex EI)	151	95	58.7	190	(20.6)
EPS (Bt)	0.06	0.04	51.2	0.07	(14.3)
Gross margin (%)	31.1	29.3	34.4		
EBITDA margin (%)	23.8	21.8	26.2		
Net margin (%)	10.0	7.1	11.8		

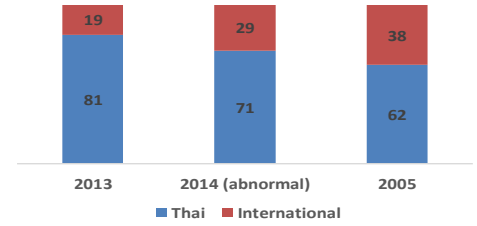
Source: UOB Kay Hian

PEER COMPARISON

Company	Stock Code	PE (x) 2016F	P/B (x) 2016F	EV/EBITDA (x) 2016F	Div yield (%) 2016F	ROE (%) 2016F	Earnings Growth (%) 2016F
Bangkok Dusit	BDM5 TB	37.8	6.0	25.9	1.3	15.8	16.9
Bumrungrad	BH TB	36.8	10.0	23.9	1.4	28.8	19.8
Bangkok Chain	BCH TB	39.0	5.5	19.0	1.3	13.2	28.8
Raffles Medical	RFMD SP	33.0	4.3	27.4	1.2	12.2	11.5
IHH Healthcare	IHH MK	47.8	2.6	77.9	0.5	4.5	52.0
KPJ Healthcare	KPJ MK	28.4	3.1	15.6	1.8	11.1	15.6
Ramsay	RHC AU	26.2	7.1	14.5	1.7	22.3	18.2
Apollo	APH5 IN	49.5	5.9	26.5	0.5	11.2	2.4
Local aver.		37.5	7.2	25.3	1.3	19.7	17.7

รายงานนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อถือได้แต่ไม่มีการยืนยันความถูกต้องและควรรายงานนี้ใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนโดยไม่เป็นการรับประกันผลตอบแทนหรือการขาดทุนหรือการขาดทุนที่อาจเกิดขึ้นได้จากการใช้ข้อมูลในรายงานนี้ โดยไม่คำนึงถึงความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการใช้ข้อมูลในรายงานนี้

PROPORTION OF REVENUE AT WMC



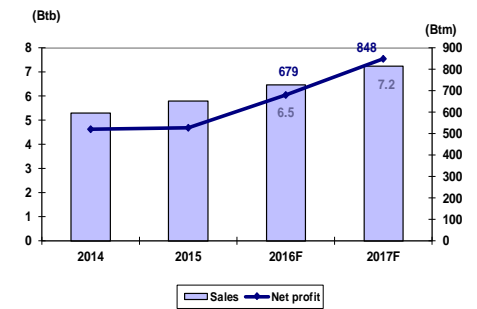
Source: UOB Kay Hian

WMC'S PERFORMANCE



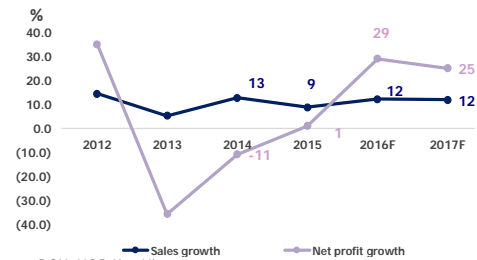
Source: UOB Kay Hian

SALES AND NET PROFIT



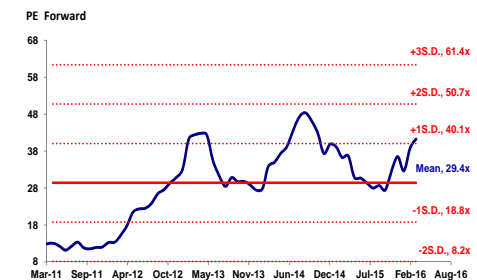
Source: BCH, UOB Kay Hian

SALES AND NET PROFIT GROWTH



Source: BCH, UOB Kay Hian

PE MEAN AND SD



Source: Bloomberg, UOB Kay Hian