

## บมจ. กรุงเทพดุสิตเวชการ (BDMS)

### พรีวิวมลประกอบการไตรมาส 1/59: คาดผลประกอบการจะออกมาดี แต่ราคาหุ้นรับรู้ข่าวดีแล้ว

เราคาดว่า BDMS จะรายงานผลประกอบการที่ดีในไตรมาส 1/59 จากความต้องการในการรักษาพยาบาลที่ยังมีอยู่อย่างมากระยะการควบคุมต้นทุนที่ดี ปัจจัยหนุนการเติบโตของ BDMS ในก้าวต่อไปจะมาจากการมุ่งเน้นไปยังการรักษาเคสผู้ป่วยหนักและการพัฒนาศูนย์เฉพาะทางทางการแพทย์ อย่างไรก็ตาม ราคาหุ้นรับรู้ข่าวดีที่เกิดขึ้นส่วนใหญ่แล้ว เราจึงปรับลดคำแนะนำเป็น ถือ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 26.00 บาทขณะที่จุดซื้อกลับอยู่ที่ 23.50 บาท

#### เหตุการณ์ใหม่

- **คาดการณ์กำไรสุทธิไตรมาส 1/59 จะออกมาดี** เราคาดว่ากำไรสุทธิของ BDMS ในไตรมาส 1/59 จะเติบโตขึ้น 6% yoy อยู่ที่ 2,430 ล้านบาทจากยอดขายรวมที่ขยายตัวขึ้น 10% yoy อยู่ที่ 17,060 ล้านบาท ปัจจัยที่คาดว่าจะมีส่วนช่วยหนุนให้รายได้จากการขายเพิ่มสูงขึ้นในไตรมาส 1/59 มาจากรายได้จากคนไข้ในประเทศที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น 10% yoy ขณะที่รายได้จากคนไข้ต่างชาติ (โดยเฉพาะจากกัมพูชา จีนและเยอรมัน) คาดว่าจะเพิ่มขึ้น 9% yoy แม้เราคาดว่า EBITDA margin ในไตรมาส 1/59 จะปรับตัวลดลงเล็กน้อยมาอยู่ที่ 22.3% จาก 22.7% ในไตรมาส 1/58 นั้นก็น่าจะมาจากค่าใช้จ่ายที่สูงจากการเปิดให้บริการ ร.พ. แห่งใหม่ อย่างไรก็ตาม EBITDA margin นั้นมีการปรับตัวดีขึ้นโดยตลอดหลังจากการทำจุดต่ำสุดไปในไตรมาส 2/58 ซึ่งก็หมายความว่าทางผู้บริหารมีความสามารถในการควบคุมต้นทุนได้ดี

#### ผลกระทบในอนาคต

- **ยอดขายโตต่อเนื่อง** จากความต้องการรักษาพยาบาลที่ยังมีอยู่อีกมากทั้งจากคนไข้ไทยและคนไข้ต่างประเทศ และจากการที่ ร.พ. ใหม่เริ่มสร้างรายได้มากขึ้น เราจึงคาดว่ารายได้จากการขายของ BDMS จะขยายตัวขึ้นต่อเนื่องในไตรมาสต่อไป โดยรวมแล้วเราคาดว่ายอดขายในปี 59 และ 60 จะอยู่ที่ 70,588 ล้านบาทและ 78,414 ล้านบาทตามลำดับ (เพิ่มขึ้น 13% และ 11% yoy) ตามเป้าที่ตั้งไว้
- **คาดการณ์ EBITDA margin อยู่ที่ 21.4% ในปี 60** จากการควบคุมต้นทุนอย่างเข้มงวดและความพยายามที่จะลดจำนวนการเปิด ร.พ. ใหม่ในแต่ละปีลง (ขณะที่ EBITDA margins ของร.พ. ใหม่ บางแห่งก็เริ่มดีขึ้น) เราจึงคาดว่า EBITDA margin ของ BDMS จะเริ่มปรับตัวดีขึ้นอยู่ที่ 20.7% ในปี 59 เทียบกับที่ 20.2% ในปี 58 นอกจากนี้ จากการที่ ร.พ. มีการเปลี่ยนกลยุทธ์การเติบโตจากการเปิด ร.พ. ใหม่ ไปเป็นการมุ่งเน้นไปยังการรักษาเคสผู้ป่วยหนักผ่านศูนย์การรักษาเฉพาะทางทางการแพทย์ในระดับ world-class เราจึงคาดว่า EBITDA margin ของ BDMS จะเพิ่มขึ้นอยู่ที่ 21.4% ในปีหน้า
- **คาดการณ์กำไรสุทธิโตขึ้น 19-20%** ด้วยปัจจัยหนุนจากยอดขายและ margin ที่ดีขึ้น เราจึงคาดว่ากำไรหลักในปี 59 และ 60 จะเติบโตขึ้นอยู่ที่ 9,252 ล้านบาทและ 11,000 ล้านบาท (เพิ่มขึ้น 20% และ 19% yoy) ตามลำดับตามเป้าที่ตั้งไว้ ประเมินการของเรายังไม่รวมโครงการเปิด ร.พ. ใหม่หรือไปซื้อกิจการของ ร.พ. อื่นๆ ที่อาจจะเกิดขึ้นอีกใน 2 ปีข้างหน้า

#### KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	55,901	62,687	70,588	78,414	95,176
EBITDA	11,465	12,689	14,581	16,797	22,976
Operating profit	8,160	8,730	10,449	12,346	18,147
Net profit (rep./act.)	7,394	7,917	9,252	11,000	16,133
Net profit (adj.)	7,179	7,691	9,252	11,000	16,133
EPS (Bt)	0.5	0.5	0.6	0.7	1.0
PE (x)	52.2	48.7	40.5	34.1	23.2
P/B (x)	8.0	7.0	6.4	5.8	5.0
EV/EBITDA (x)	34.7	31.4	27.3	23.7	17.3
Dividend yield (%)	1.0	1.1	1.2	1.5	2.2
Net margin (%)	13.2	12.6	13.1	14.0	17.0
Net debt/(cash) to equity (%)	56.0	45.5	35.7	29.2	18.2
Interest cover (x)	11.7	11.2	13.0	16.6	26.6
ROE (%)	16.9	15.8	16.5	18.7	25.2
Consensus net profit	-	-	8,851	10,510	12,923
UOBKH/Consensus (x)	-	-	1.05	1.05	1.25

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยผู้เขียนวิเคราะห์หลักทรัพย์ของ UOBKayHian จำกัด ไม่ถือเป็นคำแนะนำ ความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลต่างๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในข้อมูลและข้อมูลที่เกี่ยวข้องทั้งหมด ซึ่งปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

## ถือ

### (Downgraded)

ราคาปัจจุบัน	24.20 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	26.00 บาท
Upside	+7.4%

#### 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):	374,881.1
Market cap (US\$m):	10,698.7
3-mth avg daily t'over (US\$m):	15.8

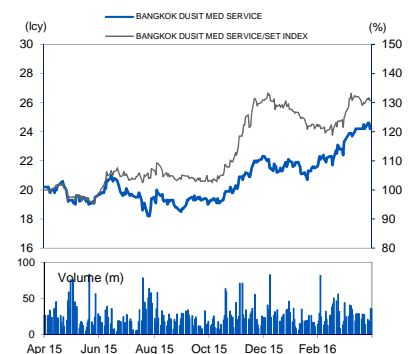
#### Price Performance (%)

52-week high/low					Bt24.60/Bt18.20
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD	
6.1	9.5	24.7	19.2	8.5	

#### Major Shareholders

Prasartong-osoth family	29.7
Tongtang family	9.5
Viriya Insurance	6.1
FY16 NAV/Share (Bt)	3.77
FY16 Net Debt/Share (Bt)	1.34

#### Price Chart



Source: Bloomberg

#### นักวิเคราะห์

โกวิท พงศ์วิญญู

02-659-8304

kowitz@uobkayhian.co.th

### การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- ไม่มี

### คำแนะนำ

- ปรับลดคำแนะนำเป็น ถือ แม้ผลประกอบการคาดว่าจะดีขึ้น และราคาหุ้นก็ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก นับตั้งแต่เราแนะนำให้ซื้อ BDMS ในช่วงต้นเดือน มี.ค.59 ราคาหุ้น BDMS ในขณะนี้จึงมี upside เหลือเพียง 7% จากราคาเป้าหมายของเราที่ 26.00 บาทอิงด้วยวิธี SOTP ดังนั้น เราจึงปรับลดคำแนะนำจากซื้อ เป็น ถือ ขณะที่ยอดซื้ออยู่ที่ 23.50 บาท

### เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลต่อราคาหุ้น

- ดีล M&A ที่มากขึ้น

### SOTP VALUATION

	Value (Btm)	Value/share (Bt)	Note
BDMS TB	369,404	23.04	DCF, discount rate 7%
RAM TB	9,453	0.59	market price
BH TB	38,021	2.37	market price
<b>Total</b>	<b>416,878</b>	<b>26.00</b>	

Source: UOB Kay Hian

### RESULTS PREVIEW

Year to 31 Dec (Btm)	1Q16F	1Q15	yoy % chg	4Q15	qoq % chg
Sales	17,060	15,508	10.0	16,561	3.0
Gross Profit	6,060	5,515	9.9	5,672	6.8
EBITDA	3,810	3,520	8.2	3,313	15.0
Pre-tax Profit	2,751	2,570	7.0	2,332	18.0
Tax	(570)	(522)	9.2	(507)	12.4
Net Profit	2,430	2,289	6.2	2,050	18.5
Net Profit (Ex EI)	2,430	2,289	6.2	2,050	18.5
EPS (Bt)	0.16	0.15	4.6	0.13	25.2
Gross margin (%)	35.5	35.6		34.2	
EBITDA margin (%)	22.3	22.7		20.0	
Net margin (%)	14.2	14.8		12.4	

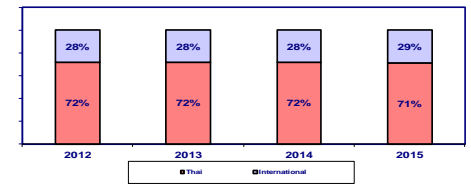
Source: UOB Kay Hian

### 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	40.5	6.4	27.3	1.2	16.5	16.9
Bumrungrad	BH TB	35.6	9.5	22.7	1.4	28.8	19.8
Bangkok Chain	BCH TB	38.6	4.9	17.7	1.3	13.2	28.8
Raffles Medical	RFMD SP	35.2	4.6	28.6	1.2	12.2	9.8
IHH Healthcare	IHH MK	50.2	2.6	79.2	0.5	4.5	49.4
KPJ Healthcare	KPJ MK	28.6	3.1	15.5	1.8	11.1	14.8
Ramsay	RHC AU	27.5	7.4	15.0	1.6	22.3	18.1
Apollo	APHS IN	48.1	5.7	25.7	0.5	11.2	2.1
<b>Local aver.</b>		<b>39.3</b>	<b>7.4</b>	<b>26.4</b>	<b>1.3</b>	<b>19.4</b>	<b>17.6</b>
<b>Total aver.</b>		<b>40.1</b>	<b>5.6</b>	<b>39.7</b>	<b>1.1</b>	<b>14.4</b>	<b>28.5</b>

Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

### THAI & INTERNATIONAL PATIENTS (SALES)



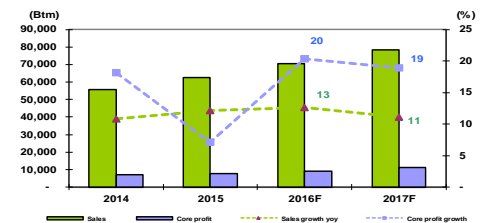
Source: BDMS

### EBITDA TREND OF NEW HOSPITALS

	1Q15	2015	1Q16
Samitivej Thonburi	+	+	+
Bangkok Phitsanulok	-	-	+
Bangkok Chiangmai	-	-	+
Sanamchan	+	+	+
Thepakorn	+	+	+
Phuket Inter	+	+	+
Bangkok Khon Kaen	-	-	-
Royal Phnom Penh	+	+	+
Bangkok Chinatown	-	-	+
Muang Petch	-	-	-
Sri Rayong	-	-	-
Dibuk	-	-	-
Samitivej Chonburi	na.	-	+
Muangraj	na.	+	+
Paolo Ransit	na.	na.	-

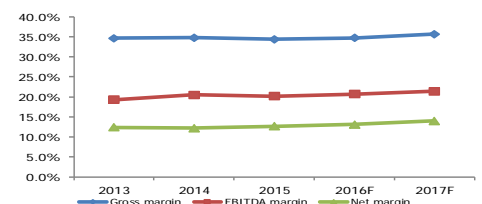
Source: BDMS

### SALES AND CORE PROFIT GROWTH



Source: BDMS, UOB Kay Hian

### MARGINS



Source: BDMS, UOB Kay Hian

### PE MEAN AND SD



Source: UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน