

บมจ. กรุงเทพดุสิตเวชการ (BDMS)

ปัจจัยหนุนการเติบโตมาจากโครงการ Greenfield และค่าใช้จ่ายต่อกเบี้ยที่ต่ำลง

โรงพยาบาล greenfield ที่เพิ่มขึ้นอีก 2 แห่งและค่าใช้จ่ายต่อกเบี้ยที่ต่ำลงจะเป็นปัจจัยหลักที่ช่วยหนุนให้กำไรสุทธิของ BDMS เติบโตขึ้นในอีกหลายปีข้างหน้า ดังนั้น เราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรหลักในปี 59 และ 60 ขึ้นและปรับเพิ่มราคาเป้าหมายของหุ้น BDMS ขึ้นเป็น 27.70 บาท และจากการที่ BDMS ยังจะต้องมีการพัฒนาอีกอย่างมากเพื่อที่จะก้าวขึ้นมาเป็นโรงพยาบาลชั้นนำในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก เราจึงคาดว่า ร.พ. จะยังมีปัจจัยหนุนการเติบโตออกมาเรื่อยๆ คงคำแนะนำ **ซื้อ**

เหตุการณ์ใหม่

- **เงินลงทุนในการก่อสร้าง ร.พ. ใหม่สอดคล้องกับแผนลงทุนปกติ** BDMS มีแผนก่อสร้าง ร.พ. ใหม่ 2 แห่งในภาคใต้และเหนือเพื่อเพิ่มความแข็งแกร่งให้กับกลุ่ม ร.พ. โดย ร.พ. แห่งใหม่ที่ภาคใต้จะเป็น ร.พ. ระดับกลางขนาด 150 เตียงได้แก่ ร.พ. กรุงเทพ สุราษฎร์ (BHS) ซึ่งอยู่ระหว่างการก่อสร้างและมีการกำหนดก่อสร้างแล้วเสร็จในปีนี้และคาดว่าจะเปิดให้บริการได้ในปีหน้า สำหรับ ร.พ. ที่ภาคเหนือ BDMS มีแผนที่จะก่อสร้าง ร.พ. ระดับกลางขนาด 150 เตียงเช่นกัน ได้แก่ ร.พ. กรุงเทพ เชียงราย (BCR) โดยจะเริ่มก่อสร้างในช่วงกลางปี 59 และมีการกำหนดก่อสร้างแล้วเสร็จในปี 61 และคาดว่าจะเปิดให้บริการในปี 62 เงินลงทุนในการก่อสร้าง ร.พ. คาดจะอยู่ที่แต่ละ 600 ล้านบาท (ไม่รวมต้นทุนในการซื้อที่ดิน) หรือเท่ากับที่ 4 ล้านบาท/เตียง ซึ่งเป็นไปตามมาตรฐานการลงทุนของกลุ่ม/เตียง สำหรับ ร.พ. ใหม่ ๆ แต่ละแห่ง ขณะที่แหล่งเงินทุนจะมาจากกระแสเงินสดภายในของ BDMS
- **คาดการณ์ดำเนินงานของ ร.พ. ใหม่ จะคล้ายคลึงกับการดำเนินงาน ร.พ. เดิม ๆ ของกลุ่ม** เนื่องจาก BDMS ยังไม่ได้เปิดเผยรายละเอียดหรือประมาณการใดๆ ของ ร.พ. แห่งใหม่ที่อยู่ระหว่างการดำเนินงานก่อสร้าง เราจึงตั้งสมมติฐานจากการดำเนินงานของ ร.พ. ระดับกลางเดิมๆ ของกลุ่ม เพื่อคำนวณ valuation ของ ร.พ. ใหม่ เราคาดว่า ร.พ. ใหม่จะใช้เวลา 3 ปีกว่าจะถึงจุดคุ้มทุน ดังนั้น เราคาดว่า ร.พ. ใหม่ทั้ง 2 แห่งจะรับรู้ผลขาดทุนจากการดำเนินงานในช่วง 3 ปีแรกก่อนที่จะรับรู้กำไรในปีที่ 4 นอกจากนี้ เพื่อเป็นการควบคุมต้นทุน ร.พ. ใหม่ทั้ง 2 แห่งจะเปิดให้บริการเป็น 2 เฟสโดยเฟสแรกจะประกอบไปด้วยเตียงผู้ป่วยในจำนวน 50 เตียงและตามมาด้วยการเปิดให้บริการเตียงผู้ป่วยในที่เหลืออีก 100 เตียงในปีที่ 5 (เฟสที่ 2)
- **มีผลค่อนข้างน้อยต่อกำไรของกลุ่ม** อิงจากสมมติฐานข้างต้นดังกล่าว เราคาดว่า ร.พ. ใหม่จะสร้างกำไรเพียงแค่เล็กน้อยต่อกำไรสุทธิของกลุ่ม เนื่องจากฐานกำไรสุทธิที่ใหญ่ของกลุ่ม ขณะที่ BHS และ BCR เป็นเพียงแค่ ร.พ. ขนาดเล็กของกลุ่ม อ้างอิงจากการคำนวณของเราที่ระยะเวลา 10 ปี กำไรรวมของ BHS และ BCR ต่อกำไรสุทธิของกลุ่ม จะอยู่ที่ 4% และ 3% ตามลำดับหรือเท่ากับที่ 1.00 บาท/หุ้น และ 0.70 บาท/หุ้น ของกำไรของ BHS และ BCR ต่อราคาเป้าหมายของ BDMS ตามลำดับ

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	55,901	62,687	70,588	78,464	95,276
EBITDA	11,465	12,689	14,620	16,812	24,472
Operating profit	8,160	8,730	10,449	12,319	19,597
Net profit (rep./act.)	7,394	7,917	9,457	11,203	17,521
Net profit (adj.)	7,179	7,691	9,457	11,203	17,521
EPS (Bt)	0.5	0.5	0.6	0.7	1.1
PE (x)	51.4	47.9	39.0	32.9	21.0
P/B (x)	7.9	6.9	6.3	5.7	4.9
EV/EBITDA (x)	34.2	30.9	26.8	23.3	16.0
Dividend yield (%)	1.0	1.1	1.3	1.5	2.4
Net margin (%)	13.2	12.6	13.4	14.3	18.4
Net debt/(cash) to equity (%)	56.0	45.5	36.1	29.4	16.7
Interest cover (x)	11.7	11.2	16.9	23.0	42.3
ROE (%)	16.9	15.8	16.9	19.0	27.0
Consensus net profit	-	-	8,873	10,512	12,654
UOBKH/Consensus (x)	-	-	1.07	1.07	1.38

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

ซื้อ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน	23.80 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	27.70 บาท
Upside	+16.4%
(ราคาเป้าหมายเดิม	29.00 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):	368,684.8
Market cap (US\$m):	10,328.8
3-mth avg daily turnover (US\$m):	17.6

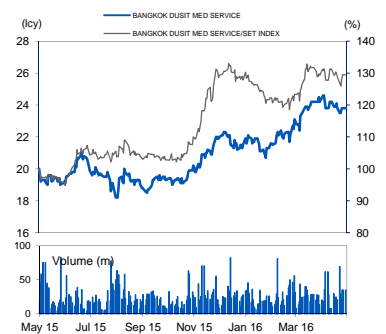
Price Performance (%)

52-week high/low	Bt24.60/Bt18.20			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
1.7	11.7	19.6	16.1	6.7

Major Shareholders

Prasarttong-osoth family	29.7
Tongtang family	9.5
Viriya Insurance	6.1
FY16 NAV/Share (Bt)	3.78
FY16 Net Debt/Share (Bt)	1.36

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

โกวิท พงศ์วิญญู

02-659-8304

kowitz@uobkayhian.co.th

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ไฮอัน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

- คาดการณ์กำไรสุทธิจะมีเติบโตมากกว่าค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ลดลง** เราคาดว่ากำไรสุทธิของ BDMS จะมีปัจจัยหนุนจากค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ลดลงจากหุ้นกู้แปลงสภาพมูลค่า 10,000 ล้านบาทซึ่งออกไปเมื่อปลายปี 57 และ BDMS ต้องจ่ายดอกเบี้ยที่ปีละ 3% ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นกู้เลือกที่จะไถ่ถอนหุ้นกู้ตามกำหนดในปี 62 แทนที่จะเปลี่ยนเป็นหุ้น BDMS ที่มูลค่า 21.00 บาท แต่จากการที่ราคาตลาดของ BDMS อยู่ที่ 23.80 บาทในขณะนี้ซึ่งสูงกว่า exercise price อยู่ 13% เราจึงคาดว่าผู้ถือหุ้นกู้ทั้งหมดจะเลือกที่จะขอใช้สิทธิ์เปลี่ยนหุ้นกู้เป็นหุ้น BDMS ซึ่งจะทำให้ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยสำหรับหุ้นกู้แปลงสภาพของ BDMS ลดลงจาก 3% มาอยู่ที่ 1.5% ตั้งแต่ปี 59 ทั้งนี้ อิงจากประมาณการของเรา ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ลดลงจะสร้างกำไรเพิ่มขึ้นในสัดส่วนเท่ากับ 2% ของกำไรสุทธิรวมของกลุ่มฯ ในปี 59 และ 60 สำหรับการคำนวณที่ระยะเวลา 10 ปีของเรา กำไรรวมที่เพิ่มขึ้นจากค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ลดลงต่อกำไรสุทธิของกลุ่มฯ จะอยู่ที่ 6% จากการที่เราคาดว่าผู้ถือหุ้นกู้แปลงสภาพทุกรายจะใช้สิทธิ์ขอเปลี่ยนหุ้นกู้เป็นหุ้น BDMS เราจึงคาดว่าเรามี dilution ที่ 3.4% ซึ่งเราก็ได้รวมเข้าไว้ในประมาณการของเรา นอกจากนี้ จากการที่ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยส่งผลกระทบต่อทางบัญชีเท่านั้น ดังนั้น กระแสเงินสดภายในของกลุ่มฯจึงไม่ได้รับผลกระทบซึ่งจะไม่ส่งผลกระทบต่อราคาเป้าหมายของกลุ่มฯ

ผลกระทบในอนาคต

- คาดการณ์กำไรสุทธิโตขึ้น 23% ในปี 59** แม้ยังไม่ได้รับรู้กำไรจาก ร.พ. ใหม่ 2 แห่ง แต่ฐานคนไข้ที่หลากหลายทั้งจากคนไข้ในประเทศและต่างชาติของ BDMS ประกอบกับการขยาย ร.พ. อย่างต่อเนื่องจะช่วยหนุนให้รายได้ของ BDMS โตขึ้น 13% และ 11% yoy อยู่ที่ 70,588 ล้านบาทและ 78,464 ล้านบาทในปี 59 และ 60 ตามลำดับ เราคาดว่า EBITDA margin จะปรับตัวลดลงเล็กน้อยในไตรมาส 2/59 เนื่องจากเข้าสู่ช่วงโลว์ซีซั่นของกลุ่ม ร.พ. อย่างไรก็ดี เราคาดว่า EBITDA margins ในปี 59 และ 60 จะฟื้นตัวขึ้นอยู่ที่ 20.7% และ 21.4% ตามลำดับจากการมุ่งเน้นไปยังการรักษาเคสผู้ป่วยหนักและการควบคุมต้นทุนอย่างเข้มงวด นอกจากนี้ ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ลดลงจะช่วยให้กำไรสุทธิของ BDMS เติบโตขึ้น เราคาดว่ากำไรหลักของ BDMS ในปี 59 และ 60 จะขยายตัวขึ้น 23% และ 18% yoy อยู่ที่ 9,457 ล้านบาทและ 11,203 ล้านบาทตามลำดับ

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- ปรับประมาณการกำไรสุทธิ** แม้เราคงประมาณการรายได้ในปี 59 ของเราไว้ตามเดิมแต่เราปรับเพิ่มประมาณการยอดขายในปี 60 และประมาณการกำไรสุทธิในปี 59-60 ขึ้น

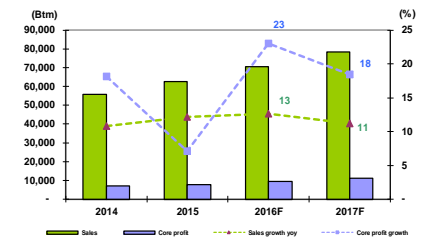
คำแนะนำ

- ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 27.70 บาท** เพื่อสะท้อนผลบวกจาก BHS (1.00 บาท) และ BCR (0.70 บาท) เราจึงปรับเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 27.70 บาท อิงจากวิธี SOTP บน fully-diluted basis
- คงคำแนะนำ ซื้อ BDMS** เป็นบริษัทที่แข็งแกร่งในอุตสาหกรรม ร.พ. ที่กำลังเติบโตขึ้นมาก กลุ่มฯ ยังต้องพัฒนาตัวเองขึ้นอีกมากในอีก 2-3 ปีข้างหน้าเพื่อที่จะก้าวขึ้นเป็น ร.พ. ชั้นนำในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิกซึ่งการพัฒนาดังกล่าวจะเป็นปัจจัยหนุนหลักที่ทำให้กำไรสุทธิของ ร.พ. เติบโตขึ้นและจะทำให้ราคาเป้าหมายของ BDMS ปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อไป คงคำแนะนำ ซื้อ

เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น

- ดีล M&A ที่มากขึ้น**

SALES AND CORE PROFIT GROWTH



Source: BDMS, UOB Kay Hian

EARNINGS FORECASTS

(Btm)	2016F			2017F		
	Old	New	%chg	Old	New	%chg
Sales	70,588	70,588	0%	78,414	78,464	0%
Net profit	9,252	9,457	2%	11,000	11,203	2%

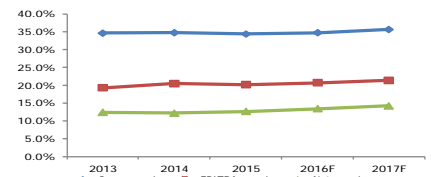
Source: UOB Kay Hian

SOTP VALUATION

	Value(Btm)	Bt/share	Note
BDMS TB	398,758	24.87	DCF, discount rate 6%
RAM TB (38% owned)	12,619	0.79	market price
BH TB (24% owned)	32,677	2.04	market price
Total	444,054	27.70	(on a fully diluted basis)

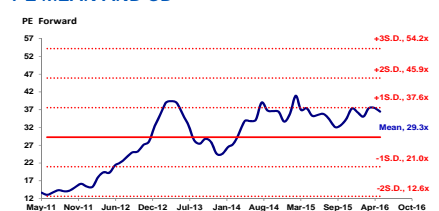
Source: UOB Kay Hian

MARGINS



Source: BDMS, UOB Kay Hian

PE MEAN AND SD



Source: UOB Kay Hian

CONTRIBUTION OF LOWER INTEREST EXPENSES, BHS AND BCR

	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	Total
Proportion to profit												
Lower interest expenses	2.3%	1.9%	1.2%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.1%
BHS	0.0%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.6%	2.1%	3.8%
BCR	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.5%	1.7%	2.7%
Previous target price (Bt/share)												26.00
+ lower interest expenses												0.00
+ BHS												1.00
+ BCH												0.70
New target price												27.70
Proportion to target price												
+ lower interest expenses												0.0%
+ BHS												3.8%
+ BCH												2.7%

Source: UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่เป็นที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน