

บมจ. บางกอก เซน ฮอสปิทอล (BCH)

เข้าสู่ยุคของการเติบโต

ผลประกอบการโดยรวมของ BCH ในปีนี้ น่าจะมีปัจจัยหนุนจาก 1) จำนวนคนไข้ประกันสังคมที่เพิ่มขึ้น 2) การขึ้นค่ารักษาพยาบาลของ ร.พ.ในกลุ่ม และ 3) การฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องของ WMC ปัจจัยดังกล่าวจะนำไปสู่การเติบโตอย่างแข็งแกร่งของกำไรสุทธิ โดย เราคาดว่ากำไรสุทธิของ BCH จะเติบโตขึ้นอย่างมากถึง 42% ในปีนี้และอีก 24% ในปีหน้า คงคำแนะนำ ชื้อ และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 14.00 บาท

เหตุการณ์ใหม่

- ผลประกอบการของ WMC ฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องแต่ก็ยังคงขาดทุนอยู่ในปีนี้** แม้ utilisation rate จะยังอยู่ในระดับต่ำที่ 10% (8% ในปี 58) แต่ยอดขายของ WMC ซึ่งเป็น ร.พ. ระดับพรีเมียมของ BCH ก็ยังเติบโตขึ้น 62% yoy อยู่ที่ 101 ล้านบาทในไตรมาส 1/59 ด้วยปัจจัยหนุนจากความสามารถของ ร.พ. ในการดึงคนไข้ต่างชาติจากประเทศใหม่ๆ ได้แก่ โอมาน, จีนและออสเตรเลีย เข้ามารับการรักษาที่ WMC สัดส่วนรายได้จากคนไข้ต่างชาติได้เพิ่มขึ้นอยู่ที่ 54% ในไตรมาส 1/59 เทียบกับ 31% ในปี 58 และเพื่อเป็นการเพิ่มรายได้ของ ร.พ. ให้มากขึ้น WMC จึงมีแผนที่จะนำกลุ่มคนไข้ที่เป็นระดับผู้บริหาร (ตามองค์กรต่างๆ) จากโอมาน, กาตาร์และจีน เข้ามาใช้บริการที่ WMC และจากราคาแพ็คเกจรักษาพยาบาลที่ถูกกว่าของ ร.พ. คู่แข่งรายอื่นๆ เราจึงคาดว่า WMC จะสามารถดึงคนไข้ต่างชาติส่วนหนึ่ง ที่ได้รับผลกระทบจากสภาวะเศรษฐกิจโลกที่อ่อนตัวลงแต่ยังต้องการมารักษาพยาบาลในประเทศไทย แม้รายได้จากคนไข้ในประเทศจะคงที่ แต่ ร.พ. มีแผนที่จะเพิ่มรายได้จากคนไข้ในประเทศโดยการเปิดตัวแพ็คเกจการรักษาพยาบาลที่ได้รับความนิยมมาก อันได้แก่ degenerative ด้านหัวใจ, ไตและตับ นอกจากนี้ BCH จะสร้างศูนย์ความงามโดยลงทุนร่วมกับบริษัทจากประเทศเกาหลีในอนาคตอันใกล้นี้เพื่อเพิ่มจำนวนคนไข้ในประเทศและต่างประเทศ ดังนั้น เราคาดว่ารายได้ของ WMC ในปี 59 จะเติบโตขึ้น 57% yoy อยู่ที่ 503 ล้านบาท อย่างไรก็ดี จาก utilisation rate ที่อยู่ในระดับต่ำ จะยังทำให้ WMC รับรู้ผลขาดทุนสุทธิที่ 102 ล้านบาทในปี 59 ก่อนที่จะพลิกกลับมารับรู้กำไรในปีหน้า
- คาดจำนวนคนไข้ประกันสังคมเพิ่มมากขึ้น** เราคาดว่ารายได้จากคนไข้ประกันสังคมของ BCH จะอยู่ในระดับดีในปีนี้เนื่องจากโควตาผู้ป่วยประกันสังคมของ ร.พ. ในปีนี้เพิ่มขึ้นเป็น 1 ล้านราย จาก 800,000 รายหลังจากที่ทาง กลุ่มฯ เปิด ร.พ. ใหม่ขึ้นอีก 2 แห่งเมื่อปีที่แล้ว จากการที่ ร.พ. เกษมราษฎร์ และ การณเวช มีชื่อเสียงเป็นอย่างมาก เราจึงคาดว่าจำนวนคนไข้ประกันสังคมของกลุ่มฯ จะเพิ่มขึ้นอยู่ที่ 804,000 ราย ซึ่งมากกว่าประมาณการเดิมของเราที่ 764,000 รายอยู่ 5% ดังนั้น เราจึงปรับเพิ่มฐานรายได้คนไข้ประกันสังคมของเราขึ้น 8% จาก 2,238 ล้านบาทเป็น 2,412 ล้านบาท
- คาดกลุ่มคนไข้เงินสดทำผลงานได้ดี** นอกจากนี้ เราคาดว่ารายได้จากคนไข้เงินสดของ BCH ในปีนี้จะขยายตัวขึ้น 13% yoy อยู่ที่ 4,196 ล้านบาทด้วยปัจจัยหนุนบางส่วนจากผลประกอบการที่ฟื้นตัวของ WMC ประกอบกับค่ารักษาพยาบาลที่มีการปรับตัวขึ้นประมาณ 5-10% ของ ร.พ. อื่นๆ ในเครือของ ร.พ.เกษมราษฎร์ ตั้งแต่เดือน มิ.ย. 59 เป็นต้นไป

KEY FINANCIALS

| Year to 31 Dec (Btm) | 2014 | 2015 | 2016F | 2017F | 2018F |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Net turnover | 5,301 | 5,766 | 6,674 | 7,463 | 8,544 |
| EBITDA | 1,343 | 1,383 | 1,724 | 2,071 | 2,452 |
| Operating profit | 910 | 922 | 1,230 | 1,503 | 1,865 |
| Net profit (rep./act.) | 522 | 527 | 751 | 931 | 1,189 |
| Net profit (adj.) | 522 | 527 | 751 | 931 | 1,189 |
| EPS (Bt) | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.5 |
| PE (x) | 52.1 | 51.6 | 36.2 | 29.2 | 22.9 |
| P/B (x) | 6.6 | 6.2 | 5.6 | 5.0 | 4.4 |
| EV/EBITDA (x) | 23.6 | 22.9 | 18.4 | 15.3 | 12.9 |
| Dividend yield (%) | 1.1 | 0.6 | 1.4 | 1.7 | 2.2 |
| Net margin (%) | 9.8 | 9.1 | 11.2 | 12.5 | 13.9 |
| Net debt/(cash) to equity (%) | 88.5 | 87.5 | 80.6 | 84.8 | 69.2 |
| Interest cover (x) | 8.4 | 8.5 | 9.1 | 8.5 | 8.4 |
| ROE (%) | 12.9 | 12.4 | 16.7 | 19.5 | 23.2 |
| Consensus net profit | - | - | 680 | 819 | 950 |
| UOBKH/Consensus (x) | - | - | 1.10 | 1.14 | 1.25 |

Source: Bangkok Chain Hospital, Bloomberg, UOB KayHian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่เป็นที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือแต่ไม่ได้เป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณวันที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ชื่อ

(Maintained)

| | |
|-------------------|------------|
| ราคาปัจจุบัน | 10.90 บาท |
| ราคาเป้าหมายปี'59 | 14.00 บาท |
| Upside | +28.4% |
| (ราคาเป้าหมายเดิม | 13.00 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): | 27,181.9 |
| Market cap (US\$m): | 761.6 |
| 3-mth avg daily t'over (US\$m): | 3.0 |

Price Performance (%)

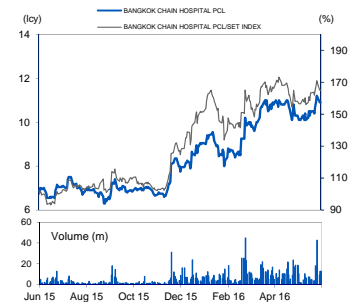
| | | | | |
|------------------|------|------|------|---------------|
| 52-week high/low | | | | Bt1.20/Bt6.30 |
| 1mth | 3mth | 6mth | 1yr | YTD |
| 5.8 | 9.0 | 36.3 | 55.7 | 20.4 |

Major Shareholders

| | |
|-----------------------------|------|
| Hamphanich family | % |
| Thai NVDR | 50.0 |
| The Bank of New York Mellon | 6.6 |
| | 5.2 |

| | |
|--------------------------|------|
| FY16 NAV/Share (Bt) | 1.94 |
| FY16 Net Debt/Share (Bt) | 1.57 |

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

โกวิท พงศ์วิญญู

02-659-8304

kwit.p@uobkayhian.co.th

ผลกระทบในอนาคต

- **คาดผลประกอบการไตรมาส 2/59 จะดี** แม้ว่าไตรมาส 2/59 จะเป็นช่วงโลว์ซีซั่นของอุตสาหกรรม แต่เรายังคาดว่าผลประกอบการของ BCH จะยังออกมาดี เราคาดว่ายอดขายในไตรมาส 2/59 จะเติบโตขึ้น 15% yoy อยู่ที่ประมาณ 1,563 ล้านบาทจากผลประกอบการที่ดีของ ร.พ. ของ BCH (รวมทั้งรายได้ 70 ล้านบาทจาก ร.พ. แห่งใหม่อันได้แก่ ร.พ. รัตนนิเวศร์ ซึ่งเปิดให้บริการเมื่อเดือน มิ.ย.58) และรายได้ 30 ล้านบาทจากคนไข้ประกันสังคมที่ตกเบิก นอกจากนี้ จากผลประกอบการที่ฟื้นตัวขึ้นของ WMC และการควบคุมต้นทุนอย่างเข้มงวดของกลุ่มฯ เราจึงคาดว่า EBITDA margin ในไตรมาส 2/59 จะปรับตัวเพิ่มขึ้นอยู่ที่ 26% จาก 22% ในไตรมาส 2/58 ดังนั้น เราคาดว่ากำไรสุทธิในไตรมาส 2/59 จะเติบโตขึ้น 57% yoy อยู่ที่ประมาณ 154 ล้านบาท
- **ขยาย ร.พ. มากขึ้น** BCH คาดว่าจะเริ่มก่อสร้าง ร.พ. แห่งใหม่ได้แก่ ร.พ. เกษมราษฎร์ รามคำแหง (KRH) ซึ่งเป็น ร.พ. ขนาด 139 เตียง มูลค่า 500 ล้านบาทได้ในเดือน ก.ย.59 และคาดว่าจะก่อสร้างแล้วเสร็จในเดือน ธ.ค.60 และเปิดให้บริการได้ในปี 61 ซึ่งเราได้รวมในประมาณการของเราแล้ว โครงการ greenfield อื่นๆ อีก 2 แห่งได้แก่ ร.พ. ที่จ. ปราจีนบุรี ขนาด 120 เตียงและ ร.พ. ที่อรัญประเทศ ขนาด 100 เตียงซึ่งกำลังตั้งของทั้ง 2 ร.พ. อยู่ในเขตนิคมอุตสาหกรรมและในภาคตะวันออก แต่เนื่องจาก ร.พ. ทั้ง 2 แห่งยังอยู่แค่ในช่วงเริ่มต้น ยังไม่มีความชัดเจน เราจึงยังไม่ได้รวมไว้ในประมาณการของเรา
- **การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง**
- **ปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิ** เพื่อสะท้อนรายได้ที่มากขึ้นจากคนไข้ประกันสังคมที่เพิ่มขึ้น และรายได้จากคนไข้เงินสดที่มากขึ้นจากค่ารักษาพยาบาลที่มีการปรับสูงขึ้น เราจึงปรับเพิ่มประมาณการยอดขายและกำไรสุทธิของเราในปี 59 และ 60 ขึ้นซึ่งทำให้อัตราการเติบโตของยอดขายอยู่ที่ 16% yoy และ 12% yoy อยู่ที่ประมาณ 6,674 ล้านบาทและ 7,463 ล้านบาทในปี 59 และ 60 ตามลำดับ เราคาดว่ากำไรสุทธิในปี 59 และ 60 จะพุ่งขึ้น 42% yoy และ 24% yoy อยู่ที่ 751 ล้านบาทและ 931 ล้านบาทตามลำดับหนุนจากจำนวนคนไข้ ที่เพิ่มขึ้น

EARNINGS FORECASTS

| (Btm) | 2016F | | | 2017F | | |
|-------------|-------|-------|------|-------|-------|------|
| | Old | New | %chg | Old | New | %chg |
| Sales | 6,465 | 6,674 | 3% | 7,231 | 7,463 | 3% |
| Net profits | 679 | 751 | 11% | 848 | 931 | 10% |

Source: UOB Kay Hian

คำแนะนำ

- **ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 14.00 บาท** เพื่อให้สอดคล้องกับการปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิของเรา เราจึงปรับเพิ่มราคาเป้าหมายของ BCH ขึ้นเป็น 14.00 บาทอิงด้วยวิธี DCF และ discount rate ที่ 7%
- **คงคำแนะนำ ซื้อ** จากผลประกอบการของ WMC ที่ฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องและคาดว่าจะรับรู้กำไรเป็นครั้งแรกในปี 60 ประกอบกับรายได้จากกลุ่มคนไข้ 2 กลุ่มที่คาดว่าจะทำผลงานได้ดีต่อเนื่องหนุนจากการขยาย ร.พ. อย่างต่อเนื่อง เราจึงคงคำแนะนำ ซื้อ

เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น

- ดีล M&A ที่มากขึ้น

RESULTS PREVIEW

| Year to 31 Dec (Btm) | 2Q16F | yoy % chg | qoq % chg | 1H16F | yoy % chg |
|----------------------|-------|-----------|-----------|-------|-----------|
| Sales | 1,563 | 15.4 | 1.4 | 3,104 | 15.6 |
| Gross Profit | 483 | 30.5 | 0.6 | 963 | 26.7 |
| EBITDA | 403 | 33.0 | 1.0 | 802 | 35.2 |
| Pre-tax Profit | 247 | 47.0 | (0.8) | 496 | 49.8 |
| Tax | (49) | 45.3 | (1.2) | (99) | 38.1 |
| Net Profit | 154 | 56.7 | (1.5) | 310 | 60.4 |
| Net Profit (Ex EI) | 154 | 56.7 | (1.5) | 310 | 60.4 |
| EPS (Bt) | 0.06 | 56.3 | (1.5) | 0.1 | 56.4 |
| Gross margin (%) | 30.9 | | | 31.0 | |
| EBITDA margin (%) | 25.8 | | | 25.8 | |
| Net margin (%) | 9.8 | | | 10.0 | |

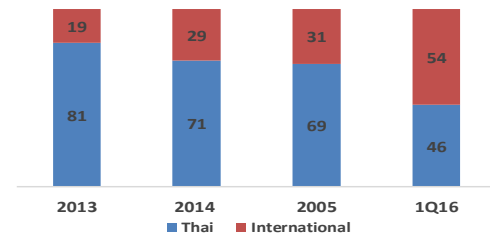
Source: UOB Kay Hian

PEER COMPARISON

| Company | Stock Code | P/E (x) | P/B (x) | EV/EBITDA (x) | Div yield (%) | ROE (%) | Earnings Growth (%) |
|-----------------|------------|---------|---------|---------------|---------------|---------|---------------------|
| | | 2016F | 2016F | 2016F | 2016F | 2016F | 2016F |
| Bangkok Dusit | BDMS TB | 39.3 | 6.4 | 27.3 | 1.3 | 16.1 | 19.4 |
| Bumrungrad | BH TB | 34.2 | 9.3 | 22.0 | 1.5 | 28.8 | 19.8 |
| Bangkok Chain | BCH TB | 36.2 | 5.6 | 18.4 | 1.4 | 16.7 | 42.5 |
| Raffles Medical | RFMD SP | 38.1 | 4.7 | 29.1 | 1.2 | 12.2 | 3.3 |
| IHH Healthcare | IHH MK | 50.6 | 2.7 | 81.8 | 0.5 | 4.5 | 44.9 |
| KPJ Healthcare | KPJ MK | 29.5 | 3.2 | 15.8 | 1.7 | 11.1 | 13.3 |
| Ramsay Health | RHC AU | 31.4 | 8.4 | 16.7 | 1.4 | 22.3 | 18.0 |
| Apollon | APOL | 37.1 | 6.0 | 22.0 | 1.3 | 19.8 | 19.5 |
| Total aver. | | 40.8 | 5.8 | 40.0 | 1.0 | 14.7 | 26.4 |

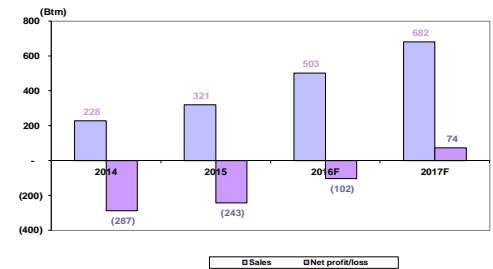
Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

PROPORTION OF REVENUE AT WMC



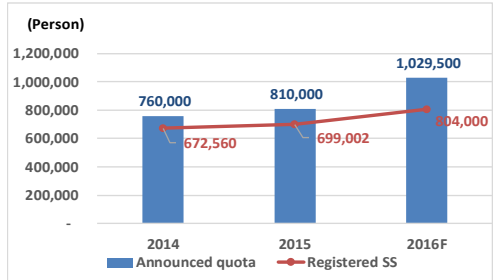
Source: UOB Kay Hian

WMC'S PERFORMANCE



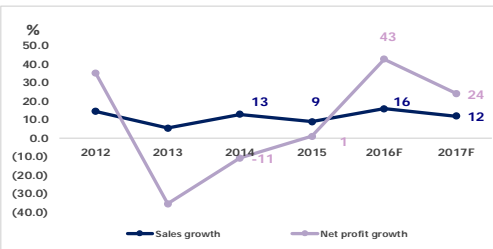
Source: UOB Kay Hian

SS PATIENTS



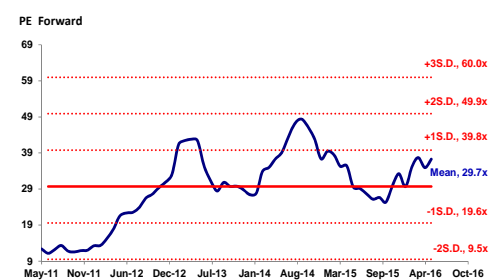
Source: BCH, UOB Kay Hian

SALES AND NET PROFIT GROWTH



Source: BCH, UOB Kay Hian

PE MEAN AND SD



Source: Bloomberg, UOB Kay Hian