

บมจ. โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ (BH)

ได้รับผลกระทบเล็กน้อยจากการลดลงของคนไข้จากประเทศ UAE

จากฐานลูกค้าที่หลากหลายของ BH และการที่ ร.พ. มุ่งเน้นไปยังการรักษาเคสผู้ป่วยหนัก เราจึงคาดว่าจำนวนคนไข้จากประเทศสหรัฐอเมริกาหรือเอมิเรตส์ที่ลดลงจะส่งผลกระทบต่อทำให้กำไรสุทธิในปี 59 เติบโตลดลงอยู่ที่ 13% จากประมาณการเดิมที่คาดว่าจะอยู่ที่ 19% นอกจากนี้ จากการที่ ร.พ. เริ่มหันไปเน้นกลุ่มคนไข้จากประเทศในกลุ่ม AEC ที่ค่อยๆ เพิ่มจำนวนขึ้น แทนคนไข้จากตะวันออกกลาง ทำให้เราคาดว่ากำไรสุทธิของ BH ในระยะยาวยังคงจะมีภาพเติบโตอย่างต่อเนื่อง คงค่านำเข้าซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 235.00 บาท

เหตุการณ์ใหม่

- **จำนวนคนไข้จาก UAE ลดลง จากราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับต่ำ** จากราคาน้ำมันที่ลดลงอย่างมากส่งผลให้กลุ่มคนไข้หลักของ BH ได้แก่ผู้ป่วยจากตะวันออกกลางโดยเฉพาะจากประเทศสหรัฐอเมริกาหรือเอมิเรตส์ (UAE) ลดการใช้จ่ายเงินเพื่อรักษาพยาบาลในต่างประเทศรวมทั้งในประเทศไทยด้วย ส่งผลให้สัดส่วนของรายได้ของคนไข้จาก UAE ของ BH หดตัวลงจาก 8% ในปี 58 อยู่ที่ 6% ในไตรมาส 1/59 ขณะที่รายได้จากคนไข้ UAE ของ BH อ่อนตัวลง 19% yoy ในไตรมาส 1/59 นอกจากนี้ ความพยายามของรัฐบาล UAE ที่จะกระตุ้นให้ประชาชนในประเทศหันมาเข้ารับการรักษาพยาบาลในประเทศตัวเองมากขึ้นผ่านกลุ่ม ร.พ. Al Noor เป็นอีกสาเหตุที่ทำให้จำนวนคนไข้จาก UAE ของ BH ลดลงอย่างไรก็ดี จำนวนคนไข้โดยรวมจากประเทศอื่นๆ ยังเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดยรวมแล้ว รายได้จากคนไข้ต่างชาติของ BH ในไตรมาส 1/59 ยังคงเติบโตขึ้นต่อเนื่องที่ 9% yoy อยู่ที่ 3,094 ล้านบาท
- **มุ่งเน้นไปยังคนไข้จากกลุ่มประเทศ AEC** BH เข้าใจดีว่าจำนวนคนไข้จากตะวันออกกลางจะมีความผันผวนไปตามราคาน้ำมันและสถานะเศรษฐกิจทั่วโลกเนื่องจากให้บริการรักษาพยาบาลคนไข้จากตะวันออกกลางมาเป็นเวลากว่า 10 ปีแล้ว ดังนั้น ในช่วงที่ผ่านมา BH จึงเปลี่ยนกลยุทธ์โดยหวังจะตลาดคนไข้จากประเทศในกลุ่ม AEC แทน เช่น จากประเทศพม่าและกัมพูชาโดยประเทศพม่าในปัจจุบัน ได้กลายมาเป็นฐานคนไข้ต่างชาติรายใหญ่ที่สุดของ BH โดยคิดเป็น 8% ของรายได้รวม และคาดว่าจะเพิ่มมากขึ้นเมื่อคลินิกวินิจฉัยโรค (ศูนย์ส่งต่อคนไข้) ในกรุงย่างกุ้ง เปิดให้บริการในเดือน มิ.ย.59 ในส่วนของคนไข้จากประเทศกัมพูชาซึ่งคิดเป็น 3% ของรายได้รวมของ BH ในไตรมาส 1/58 ก็ปรับตัวเพิ่มขึ้นเช่นกันและคิดเป็น 4% ของรายได้รวมของ BH ในไตรมาส 1/59 นอกจากนี้ ทาง BH ได้เตรียมแผนการตลาดอีกมากเพื่อดึงดูดคนไข้จากกลุ่มประเทศ AEC ให้มากขึ้น สำหรับในระยะยาว เราคาดว่าจำนวนคนไข้จากกลุ่มประเทศ AEC ของ BH จะมากกว่าคนไข้จากตะวันออกกลาง
- **เตรียมแผนขยาย ร.พ. อย่างต่อเนื่อง** แม้แผนการสร้าง ร.พ. ใหม่ที่อยู่ใกล้กับ ถ. เพชรบุรี ต้องเลื่อนออกไปจนกว่าจะมีความต้องการรักษาพยาบาลใหม่เข้ามาอย่างเพียงพอ ในช่วงนี้ทาง BH ได้ซื้อที่ดินที่ซอย 1/1 โดยมีเนื้อที่ 1,852 ตร.ม. โดยที่ดินดังกล่าวจะถูกนำไปสร้างเป็นอาคาร BI Hospital Annex โดยมีพื้นที่ใช้สอย 7,500 ตร.ม. และจะใช้เป็นศูนย์การรักษาระยะไกลและมะเร็ง และคาดว่าจะก่อสร้างแล้วเสร็จในปี 62 ด้วยเงินลงทุนรวมทั้ง 700 ล้านบาท นอกจากนี้ แผนการก่อสร้างอาคารผู้ป่วยนอกที่สุขุมวิท ซอย 1 ก็เป็นไปตามกำหนดการ ขณะที่คลินิกวินิจฉัยโรคที่กรุงย่างกุ้ง ประเทศพม่า ของ BH ก็จะเปิดให้บริการในเดือน มิ.ย.59

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	15,629	17,660	19,102	21,455	24,261
EBITDA	4,378	5,201	5,908	6,883	8,026
Operating profit	3,327	4,156	4,737	5,488	6,392
Net profit (rep./act.)	2,730	3,436	3,890	4,533	5,260
Net profit (adj.)	2,684	3,390	3,844	4,487	5,214
EPS (Bt)	3.7	4.7	5.3	6.2	7.2
PE (x)	52.4	41.5	36.6	31.3	27.0
P/B (x)	12.9	11.0	9.5	8.1	6.9
EV/EBITDA (x)	31.6	26.6	23.4	20.1	17.2
Dividend yield (%)	1.0	1.2	1.4	1.6	1.9
Net margin (%)	17.5	19.5	20.4	21.1	21.7
Net debt/(cash) to equity (%)	(9.9)	(14.3)	(18.7)	(17.3)	(17.0)
Interest cover (x)	23.5	27.8	32.0	50.9	59.3
ROE (%)	26.7	29.1	30.2	32.0	33.6
Consensus net profit	-	-	3,888	4,392	4,809
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.99	1.02	1.08

ราคาซื้อขายหลักทรัพย์ของ บมจ. โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ (BH) ที่ได้รับเลือกให้เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำข้อมูลหลักทรัพย์นี้ไม่ได้มีเจตนาที่จะแนะนำหรือส่งเสริมการลงทุนในหลักทรัพย์ดังกล่าวในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือให้คำแนะนำแก่ผู้ซื้อหรือผู้ขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ซื้อ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน	189.00 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	235.00 บาท
Upside	21.8%
(ราคาเป้าหมายเดิม)	250.00 บาท)

รายละเอียดบริษัท

หนึ่งในโรงพยาบาลเอกชนขนาดใหญ่ที่สุดในกรุงเทพฯ ของประเทศโดยได้รับการรับรองคุณภาพระดับสากล (JCI accreditation) และให้บริการทางการแพทย์ทั้งผู้ป่วยในและต่างประเทศ

Stock Data

GICS sector	Health Care
Bloomberg ticker:	BH TB
Shares issued (m):	728.6
Market cap (Btm):	140,628.6
Market cap (US\$m):	3,942.6
3-mth avg daily t'over (US\$m):	12.6

Price Performance (%)

52-week high/low	Bt253.00/Bt177.50			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
4.9	11.9	12.3	10.9	8.5

Major Shareholders

Sophonpanichfamily	28.7
Bangkok Dusit Medical Services	24.0
UOB Kay Hian (Hong Kong)	8.4

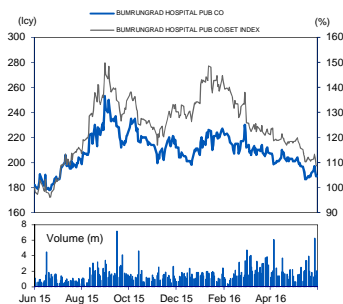
FY16 NAV/Share (Bt)

20.41

FY16 Net Debt/Share (Bt)

3.82

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

โกวิท พงศ์วิญญู

02-659-8304

kwit.p@uobkayhian.co.th

ผลกระทบในอนาคต

- **คาดการณ์ประกอบการจะออกมาดีในไตรมาส 2/59** จากการที่ BH มุ่งเน้นไปยังการรักษาผู้ป่วยหนัก เราจึงคาดว่ายอดขายของ BH ในไตรมาส 2/59 จะยังคงเติบโตขึ้นต่อเนื่องที่ 6% yoy อยู่ที่ 4,646 ล้านบาท นอกจากนี้ เราคาดว่าระบบงานที่มีประสิทธิภาพ ประกอบกับการควบคุมต้นทุนอย่างเข้มงวดจะช่วยหนุนให้ EBITDA margin ในไตรมาส 2/59 เพิ่มขึ้นอยู่ที่ 31% จาก 30% ในไตรมาส 2/58 ดังนั้น เราคาดว่ากำไรสุทธิในไตรมาส 2/59 จะขยายตัวขึ้น 10% อยู่ที่ 933 ล้านบาท

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- **ปรับลดประมาณการกำไรสุทธิ** เพื่อสะท้อนรายได้ที่ต่ำกว่าจากคนไข้ UAE ที่ลดลง เราจึงปรับลดประมาณการยอดขายและกำไรสุทธิในปี 59 และ 60 ลง ถึงกระนั้นก็ตาม เราคาดว่ายอดขายของ BH ในปี 59 และ 60 จะยังคงเพิ่มขึ้นได้ที่ 8% และ 12% อยู่ที่ 19,102 ล้านบาทและ 21,455 ล้านบาทตามลำดับ และเราคาดว่ากำไรสุทธิในปี 59 และ 60 จะขยายตัวขึ้น 13% และ 17% อยู่ที่ 3,890 ล้านบาทและ 4,533 ล้านบาทตามลำดับ

คำแนะนำ

- **ปรับลดราคาเป้าหมายลงอยู่ที่ 235.00 บาท** เพื่อให้สอดคล้องกับการปรับลดประมาณการกำไรสุทธิของเราลง เราจึงปรับลดราคาเป้าหมายหุ้น BH ลงอยู่ที่ 235.00 บาทอิงด้วยวิธี DCF และ discount rate ที่ 6%
- **กำไรสุทธิได้รับผลกระทบเล็กน้อย** จากฐานคนไข้ต่างชาติที่หลากหลายของ BH ทำให้จำนวนคนไข้จาก UAE ที่ลดลง (ซึ่งคิดเป็น 6-8% ของรายได้รวมของ BH) ส่งผลกระทบน้อยกับกำไรสุทธิของ BH นอกจากนี้ จำนวนคนไข้จากกลุ่มประเทศ AEC จะช่วยชดเชยจำนวนคนไข้จากตะวันออกกลางที่ลดลงในระยะยาวได้
- **คงคำแนะนำซื้อ** แม้เราปรับลดราคาเป้าหมายลงแต่ราคาเป้าหมายใหม่ยังมี upside อยู่สูงถึง 22% ดังนั้น เรายังคงคำแนะนำซื้อ

เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น

- ดีล M&A ที่มากขึ้น

2Q16 RESULTS PREVIEW

Year to 31 Dec (Btm)	2Q16F	yoy % chg	qoq % chg	6M16F	yoy % chg
Sales	4,646	5.9	0.3	9,280	5.8
Gross Profit	1,966	9.5	(2.1)	3,975	8.5
EBITDA	1,426	9.9	(3.1)	2,898	6.8
Pre-tax Profit	1,149	9.7	(4.4)	2,351	5.2
Tax	(230)	8.4	(2.2)	(465)	5.6
Net Profit	933	9.9	(4.6)	1,911	4.8
Net Profit (Ex EI)	921	10.2	(5.2)	1,893	5.2
EPS (Bt)	1.28	10.4	(4.4)	2.62	4.8
Gross margin (%)	42.3			42.8	
EBITDA margin (%)	30.7			31.2	
Net margin (%)	20.1			20.6	

Source: UOB Kay Hian

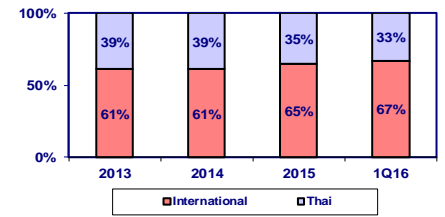
PEER COMPARISON

Company	Stock Code	Valuation			Dividend		Core Earnings	
		PE 2016F (x)	P/B 2016F (x)	EV/EBITDA 2016F (x)	Yield 2016F (%)	ROE 2016F (%)	Growth 2016F (%)	
Bangkok Dusit	BDMS TB	39.0	6.3	27.1	1.3	16.1	19.4	
Bumrungrad	BH TB	36.6	9.5	23.4	1.4	30.2	13.2	
Bangkok Chain	BCH TB	39.9	6.2	19.9	1.3	14.5	42.5	
Raffles Medical	RFMD SP	37.7	4.6	28.8	1.2	12.2	3.3	
IHH Healthcare	IHH MK	50.6	2.7	82.7	0.5	4.5	43.6	
KPJ Healthcare	KPJ MK	29.3	3.2	15.8	1.7	11.1	13.3	
Ramsay	RHC AU	30.8	8.3	16.5	1.4	22.3	18.0	
Apollo	APHS IN	52.4	6.1	28.3	0.5	11.2	0.9	
Local aver.		37.5	7.1	25.6	1.3	19.6	19.5	
Total aver.		40.6	5.8	40.1	1.1	14.6	26.1	

Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

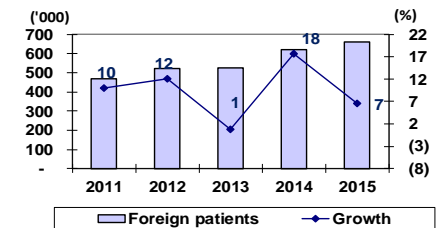
รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้ไม่มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

REVENUE BREAKDOWN



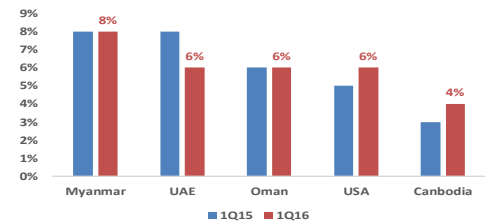
Source: BH

NUMBER OF INTERNATIONAL PATIENTS AT BH



Source: BH

BH'S DIVERSIFIED INTERNATIONAL PATIENTS



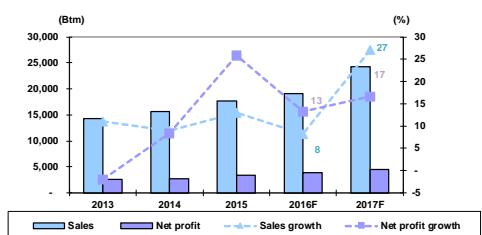
Source: BH

EARNINGS FORECASTS

(Btm)	2016F			2017F		
	Old	New	%chg	Old	New	%chg
Sales	19,916	19,102	-4%	22,580	21,455	-5%
Net profit	4,070	3,890	-4%	4,774	4,533	-5%

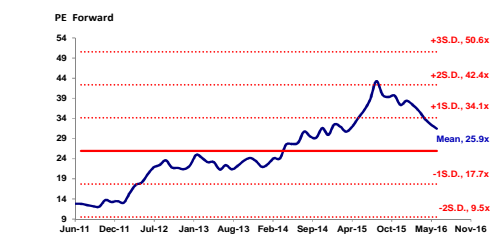
Source: UOB Kay Hian

SALES AND CORE EARNINGS GROWTH



Source: BH, UOB Kay Hian

PE AND SD



Source: UOB Kay Hian