

บมจ. กรุงเทพดุสิตเวชการ (BDMS)

พริวิวลประกอบการไตรมาส 2/59: คาดกำไรสุทธิโตในอัตราที่ช้าลงอยู่ที่ 6% yoy

เราคาดว่ากำไรสุทธิของ BDMS จะเติบโตขึ้นเพียงแค่ 6% yoy ในไตรมาส 2/59 เนื่องจากคาดว่าผลประกอบการจะยังถูกกดดันจากสภาวะเศรษฐกิจที่อ่อนตัวลงและจำนวนคนไข้ต่างชาติที่ลดลง อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรสุทธิจะกลับมาเติบโตมากขึ้นในช่วง 2H59 เนื่องจากอุตสาหกรรมโรงพยาบาลเข้าสู่ช่วงไฮซีซั่นและสภาวะเศรษฐกิจในประเทศเริ่มฟื้นตัวขึ้น แม้เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิลงแต่ราคาหุ้นยังมี upside ที่ 14% คงคำแนะนำซื้อ แต่ปรับลดราคาเป้าหมายลงอยู่ที่ 25.75 บาท

เหตุการณ์ใหม่

- คาดการณ์รายได้ในไตรมาส 2/59 โตน้อยกว่าประมาณการเดิมของเรา** เราคาดว่ายอดขายของ BDMS ในไตรมาส 2/59 จะเพิ่มขึ้น 7% yoy อยู่ที่ 15,670 ล้านบาท แยกเป็นจากผลการดำเนินงานของ ธุรกิจ ร.พ. ที่ 15,000 ล้านบาท (+6% yoy) และที่เหลืออีก 670 ล้านบาท (+33% yoy) มาจาก ธุรกิจผลิตและจัดจำหน่ายยาของกลุ่ม โดยเราคาดว่ารายได้จาก ร.พ. เดิมจะขยายตัวขึ้น 4% yoy ขณะที่รายได้จาก ร.พ. ใหม่ จะปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยแค่ 2% yoy เรามองว่าสภาวะเศรษฐกิจที่อ่อนตัวลงและจำนวนคนไข้ต่างชาติที่ลดลง (จากผลกระทบจากเทศกาลรอมฎอนในไตรมาส 2/59 และจำนวนนักท่องเที่ยวในภาคใต้ที่ลดลง) จะเป็นสาเหตุหลักที่ทำให้อัตราการเติบโตของรายได้ของ BDMS ในไตรมาส 2/59 ต่ำกว่าการคาดการณ์ครั้งแรกของเรา (ประมาณการเดิมอยู่ที่ 15% yoy) เราคาดว่าสภาวะเศรษฐกิจที่อ่อนตัวลงจะส่งผลกระทบต่อกลุ่มคนไข้ผู้มีรายได้ระดับกลางของ BDMS นอกจากนี้ เราคาดว่าจำนวนคนไข้ต่างชาติจากสหรัฐอเมริกาหรือเอมิเรตส์ของ BDMS จะลดลงเล็กน้อยแต่จะส่งผลกระทบต่อเล็กน้อยเท่านั้นเนื่องจากคนไข้จากสหรัฐอเมริกาหรือเอมิเรตส์คิดเป็นเพียงแค่ 2% ของรายได้รวมของกลุ่ม
- คาดว่ากำไรสุทธิโตขึ้นเพียงแค่ 6% yoy ในไตรมาส 2/59** จากรายได้ top-line ที่ต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้ เราจึงคาดว่า EBITDA margin ของ BDMS ในไตรมาส 2/59 จะลดลงเล็กน้อย yoy อยู่ที่ 17.7% เทียบกับที่ 17.9% ในไตรมาส 2/58 นอกจากนี้ จากจำนวนคนไข้ต่างชาติที่ลดลง ทำให้เราคาดว่าจำนวนเคสผู้ป่วยหนักของ ร.พ. จะลดลงเช่นกัน อีกทั้ง เราคาดว่า ร.พ. ใหม่ จะยังทำผลงานได้ไม่ดีนักในช่วงไฮซีซั่นท่ามกลางสภาวะเศรษฐกิจที่อ่อนตัวลง เช่น เราคาดว่า EBITDA ของ ร.พ. ที่เชียงใหม่จะกลับมาอยู่ในแดนลบอีกครั้งหนึ่งหลังรับรู้กำไรไตรมาส 1/59 โรงพยาบาลใหม่จำนวน 6 แห่งที่รายงาน EBITDA อยู่ในแดนลบในไตรมาส 1/59 ก็จะยังคงมี EBITDA ที่อยู่ในแดนลบต่อเนื่องอีกไตรมาส ดังนั้น เราคาดว่ากำไรสุทธิของ BDMS ในไตรมาส 2/59 จะอยู่ที่ 1,580 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 6% yoy ซึ่งต่ำกว่าประมาณการเดิมของเราที่คาดว่าจะเติบโตขึ้น 20% yoy

ผลกระทบในอนาคต

- คาดผลประกอบการดีขึ้นในช่วง 2H59** เราคาดว่าผลประกอบการของ BDMS ในไตรมาสต่อไปจะปรับตัวดีขึ้นเนื่องจากอุตสาหกรรมเข้าสู่ช่วงไฮซีซั่น นอกจากนี้ สภาวะเศรษฐกิจไทยได้ส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้นแล้วจะยังอยู่ในอัตราที่ช้า โดยที่ยอดขายของ BDMS จะขยายตัวขึ้น 9% yoy ในเดือน ก.ค. 59 ที่ผ่านมา นอกจากนี้ เราคาดว่าจำนวนคนไข้จากประเทศพม่า, กัมพูชา, ออสเตรเลียและจีนจะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องซึ่งจะช่วยชดเชยปัจจัยลบที่เกิดขึ้นจากรายงานคนไข้จากตะวันออกกลางที่ลดลงได้ ในที่สุด อีกทั้ง เราคาดว่ามาตรการควบคุมต้นทุนอย่างเข้มงวดจะช่วยทำให้ต้นทุนลดลงและ EBITDA margin ดีขึ้นในช่วง 2H59 ทั้งนี้ ผู้บริหารของ BDMS จะคอยดูแล และควบคุมเรื่องค่าใช้จ่ายอย่างเข้มงวด

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	55,901	62,687	67,468	76,098	92,283
EBITDA	11,465	12,689	13,799	15,840	21,164
Operating profit	8,160	8,730	9,356	11,089	16,046
Net profit (rep./act.)	7,394	7,917	8,612	10,264	14,698
Net profit (adj.)	7,179	7,691	8,612	10,264	14,698
EPS (Bt)	0.5	0.5	0.6	0.7	0.9
PE (x)	48.6	45.3	40.5	34.0	23.7
P/B (x)	7.5	6.5	6.0	5.5	4.8
EV/EBITDA (x)	32.6	29.5	27.1	23.6	17.7
Dividend yield (%)	1.0	1.1	1.2	1.5	2.1
Net margin (%)	13.2	12.6	12.8	13.5	15.9
Net debt/(cash) to equity (%)	56.0	45.5	39.2	32.6	22.0
Interest cover (x)	11.7	11.2	16.1	22.4	35.9
ROE (%)	16.9	15.8	15.5	17.0	21.7
Consensus net profit	-	-	8,919	10,457	12,578
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.97	0.98	1.17

Source: Bangkok Dusit Medical Services, Bloomberg โดย UOBKayHian เป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ไฮเอน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำเอกสารนี้ได้รับข้อมูลจาก P/Fs, E/Fs, EBITDA และ other data จากบริษัทเป้าหมายมาอย่างรอบคอบ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ซื้อ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน	22.50 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	25.75 บาท
Upside	+14.4%
(ราคาเป้าหมายเดิม)	27.70 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):	348,546.5
Market cap (US\$m):	10,005.9
3-mth avg daily turnover (US\$m):	21.9

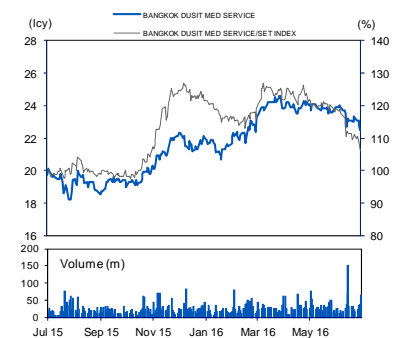
Price Performance (%)

52-week high/low	Bt24.60/Bt18.20			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
5.1	5.5	2.3	14.2	0.9

Major Shareholders

Prasarttong-osoth family	29.7
Tongtang family	9.5
Viriya Insurance	6.1
FY16 NAV/Share (Bt)	3.72
FY16 Net Debt/Share (Bt)	1.46

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

โกวิท พงศ์วิญญู

02-659-8304

kowitz@uobkayhian.co.th

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- **ปรับลดประมาณการกำไรสุทธิลง** แม้เราคาดว่าผลประกอบการในช่วง 2H59 จะปรับตัวดีขึ้นแต่ผลประกอบการที่อ่อนแอในไตรมาส 2/59 ทำให้เราปรับลดประมาณการยอดขายและกำไรสุทธิในปี 59 และ 60 ลง โดยเราคาดว่ายอดขายในปี 59 และ 60 จะเติบโตขึ้นที่ 8% yoy และ 13% yoy อยู่ที่ 67,468 ล้านบาทและ 76,098 ล้านบาทตามลำดับและเราคาดว่ากำไรสุทธิในปี 59 และ 60 จะเพิ่มขึ้น 12% yoy และ 19% yoy อยู่ที่ 8,612 ล้านบาทและ 10,264 ล้านบาทตามลำดับ

คำแนะนำ

- **ปรับลดราคาเป้าหมายลงอยู่ที่ 25.75 บาท** เพื่อสะท้อนการปรับลดประมาณการกำไรสุทธิลง เราจึงปรับลดราคาเป้าหมายของ BDMS ลงอยู่ที่ 25.75 บาท อิงด้วยวิธี SOTP
- **คงคำแนะนำซื้อ** แม้ผลประกอบการจะลดลงบ้างในไตรมาส 2/59 แต่เราคาดว่ากำไรสุทธิของ BDMS จะกลับมาเติบโตขึ้นในช่วง 2H59 และเติบโตแข็งแกร่งในปีหน้าตามแผนของ ร.พ. ที่ตั้งเป้าเป็น excellence centre สำหรับการรักษายาบาลในประเทศไทยและระดับภูมิภาค หุ้น BDMS ยังมี upside สูงถึง 14% จากราคาเป้าหมายใหม่ของเรา

เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น

- การประกาศดีล M&A ใหม่

FORECAST REVISION

(Btm)	Old	2016F New	%chg	Old	2017F New	%chg
Sales	70,588	67,468	-4%	78,464	76,098	-3%
Net profits	9,457	8,612	-9%	11,203	10,264	-8%

Source: UOB Kay Hian

RESULTS PREVIEW

Year to 31 Dec (Btm)	2Q16F	yoy % chg	qoq % chg	1H16F	yoy % chg
Sales	15,670	7.2	(8.3)	32,763	8.7
Gross Profit	5,270	9.0	(12.6)	11,302	9.2
EBITDA	2,780	6.2	(27.1)	6,592	7.4
Pre-tax Profit	1,672	4.6	(38.6)	4,393	5.4
Tax	(368)	(1.9)	(34.7)	(931)	3.8
Net Profit	1,580	6.0	(34.3)	3,986	5.5
Net Profit (Ex EI)	1,580	6.8	(34.3)	3,986	5.8
EPS (Bt)	0.10	2.0	(36.2)	0.3	4.8
Gross margin (%)	33.6			34.5	
EBITDA margin (%)	17.7			20.1	
Net margin (%)	10.1			12.2	

Source: UOB Kay Hian

SOTP VALUATION

	Value (Btm)	Value/share (Bt)	Note
BDMS TB	365,414	22.79	DCF, discount rate 6%
RAM TB	14,684	0.92	market price
BH TB	32,677	2.04	market price
Total	412,775	25.75	fully diluted basis

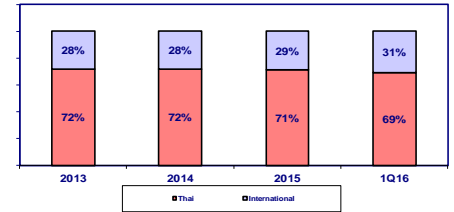
Source: UOB Kay Hian

PEER COMPARISON

Company	Stock Code	P/E (x) 2016 F	P/B (x) 2016 F	EV/EBITDA (x) 2016F	Div yield (%) 2016F	ROE (%) 2016F	Earnings Growth (%) 2016F
Bangkok Dusit	BDMS TB	40.5	6.0	27.1	1.2	15.5	12.0
Bumrungrad	BH TB	38.8	9.0	24.2	1.3	24.8	0.6
Bangkok Chain	BCH TB	44.5	6.0	20.6	1.1	14.5	42.5
Raffles Medical	RFMD SP	32.2	4.6	28.8	1.2	12.2	20.5
IHH Healthcare	IHH MK	49.9	2.6	81.1	0.5	4.5	44.3
KPJ Healthcare	KPJ MK	30.6	3.2	16.0	1.7	11.1	10.2
Ramsay	RHC AU	33.5	9.0	17.6	1.3	22.3	17.9
Apollo	APHIS IN	50.7	5.9	27.7	0.5	11.2	0.9
Local aver.		39.0	6.9	25.0	1.3	19.2	18.4
Total aver.		40.3	6.0	39.2	1.0	14.7	26.4

SOURCE: BLOOMBERG, UOB KAY HIAN

THAI & INTERNATIONAL PATIENTS (SALES)



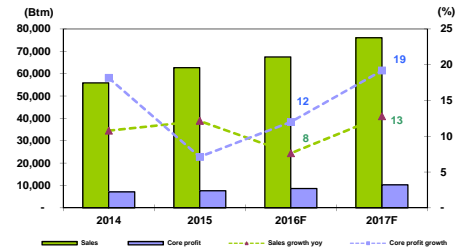
Source: BDMS

EBITDA TREND OF NEW HOSPITALS

	2015	1Q16	2Q16
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	-	+	+
Muangraj	+	+	+
Paolo Rangsit	na.	-	-

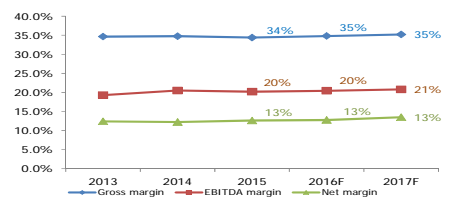
Source: BDMS

SALES AND CORE PROFIT GROWTH



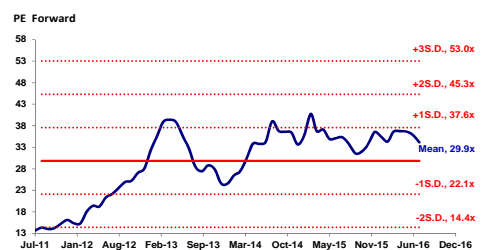
Source: BDMS, UOB Kay Hian

MARGINS



Source: BDMS, UOB Kay Hian

PE MEAN AND SD



Source: UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่น่าเชื่อถือและเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคียอหยู จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะให้บุคคลลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน