

### บมจ. โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ (BH)

#### ไตรมาส 2/59: กำไรสุทธิเติบโตเพียงเล็กน้อย แต่คาดจะกลับมาเติบโตในปีหน้า

กำไรสุทธิของ BH ในไตรมาส 2/59 เติบโตขึ้นเพียงแค่ 1% yoy จากการควบคุมต้นทุนที่ดี แม้จำนวนคนไข้ต่างชาติจะลดลงก็ตาม กลยุทธ์ของ BH ที่ตั้งเป้าเพิ่มจำนวนคนไข้จากกลุ่มประเทศ AEC ให้มากขึ้นเพื่อชดเชยจำนวนคนไข้จากตะวันออกกลางอาจต้องใช้เวลาซักระยะถึงจะเห็นผลที่ชัดเจน ดังนั้น เราคาดว่ากำไรสุทธิของ BH น่าจะคงที่ในปีนี้นอกจากจะขยายตัวขึ้นในปีหน้า หุ้น BH ในขณะนี้ถือว่าถูกที่สุดในกลุ่มโรงพยาบาลในประเทศ คงค่านะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 210.00 บาท

#### 2Q16 RESULTS

Year to 31 Dec Dec (Btm)	2Q16	y-o-y % chg	1H16	y-o-y % chg	Remarks
Sales	4,353	(0.8)	8,987	2.5	Declining international patients
Gross Profit	1,805	0.5	3,814	4.1	
EBITDA	1,332	2.7	2,804	3.4	Good cost control
Pre-tax Profit	1,035	(1.1)	2,237	0.1	
Tax	(187)	(11.8)	(422)	(4.1)	
Net Profit	858	1.1	1,836	0.7	
Net Profit (Ex EI)	848	1.4	1,820	1.2	
EPS (Bt)	1.18	1.5	2.52	0.7	
Gross margin (%)	41.5		42.4		
EBITDA margin (%)	30.6		31.2		
Net margin (%)	19.7		20.4		

Source: Bumrungrad Hospital, UOB Kay Hian

#### ผลประกอบการ

- กำไรสุทธิในไตรมาส 2/59 โตขึ้นแค่ 1% yoy กำไรสุทธิของ BH ในไตรมาส 2/59 อยู่ที่ 858 ล้านบาท (+1% yoy) ซึ่งต่ำกว่าที่เราประมาณการไว้แต่ใกล้เคียงกับที่ตลาดคาดการณ์ไว้ โดยสาเหตุหลักมาจากจำนวนคนไข้ต่างชาติที่ลดลงซึ่งส่งผลกระทบต่อมากกว่าที่คาดการณ์ไว้ ด้านยอดขายในไตรมาส 2/59 อยู่ที่ 4,353 ล้านบาท ลดลงเล็กน้อยที่ 1% yoy จากจำนวนคนไข้ต่างชาติที่ลดลงโดยเฉพาะจากคนไข้จากตะวันออกกลางและประเทศมองโกเลีย สาเหตุหลักที่ทำให้จำนวนคนไข้จากตะวันออกกลางลดลงมาจากช่วงเทศกาลรอมฎอนและราคาน้ำมันในตลาดโลกที่อยู่ในระดับต่ำ ซึ่งส่งผลกระทบต่อกำลังซื้อของคนไข้กลุ่มนี้ ในขณะที่เดียวกัน สภาวะเศรษฐกิจที่อ่อนตัวในประเทศมองโกเลียก็ส่งผลให้จำนวนคนไข้จากประเทศมองโกเลียลดลง แม้จำนวนคนไข้ในประเทศเพิ่มขึ้นในไตรมาส 2/59 แต่ก็ไม่มากพอที่จะช่วยชดเชยจำนวนคนไข้ต่างชาติที่ลดลงได้เนื่องจากรายได้จากคนไข้ต่างชาติคิดเป็น 64% (66% ในไตรมาส 1/58) ของรายได้รวมของ BH แม้รายได้จะคงที่แต่ EBITDA margins ในไตรมาส 2/59 ปรับตัวเพิ่มขึ้นอยู่ที่ 31% จาก 30% ในไตรมาส 2/58 หนุนจากการควบคุมต้นทุนที่ดีและจำนวนเคสผู้ป่วยหนักที่เพิ่มขึ้น
- จ่ายเงินปันผลระหว่างกาลที่ 0.95 บาท/หุ้น โดยจะขึ้น XD ในวันที่ 15 ส.ค. 59 และกำหนดจ่ายเงินในวันที่ 26 ส.ค.59

#### KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	15,629	17,660	17,786	19,612	22,174
EBITDA	4,378	5,201	5,412	6,233	7,269
Operating profit	3,327	4,156	4,241	4,838	5,635
Net profit (rep./act.)	2,730	3,436	3,456	3,975	4,616
Net profit (adj.)	2,684	3,390	3,410	3,929	4,570
EPS (Bt)	3.7	4.7	4.7	5.4	6.3
PE (x)	49.9	39.5	39.3	34.1	29.3
P/B (x)	12.3	10.5	9.3	8.0	7.0
EV/EBITDA (x)	30.2	25.4	24.4	21.2	18.2
Dividend yield (%)	1.1	1.3	1.3	1.5	1.7
Net margin (%)	17.5	19.5	19.4	20.3	20.8
Net debt/(cash) to equity (%)	(9.9)	(14.3)	(16.8)	(14.0)	(12.7)
Interest cover (x)	23.5	27.8	29.3	46.1	53.7
ROE (%)	26.7	29.1	25.4	25.6	25.7
Consensus net profit	-	-	3,855	4,285	4,625
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.88	0.92	0.99

Source: Bumrungrad Hospital, Bloomberg, UOB Kay Hian

n.m. : not meaningful; negative P/E, EV/EBITDA reflected as "n.m."

#### ซื้อ

#### (Maintained)

ราคาปัจจุบัน	184.00 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	210.00 บาท
Upside	+14.1%
(ราคาเป้าหมายเดิม)	235.00 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):	134,070.8
Market cap (US\$m):	3,848.8
3-mth avg daily t'over (US\$m):	8.0

#### Price Performance (%)

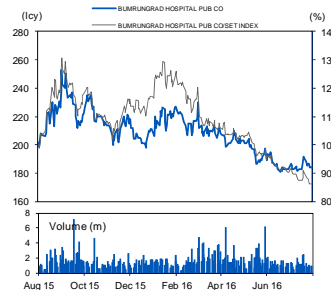
52-week high/low	Bt253.00/Bt181.00			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
0.5	9.4	16.4	7.8	12.8

#### Major Shareholders

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

FY16 NAV/Share (Bt)	19.82
FY16 Net Debt/Share (Bt)	3.33

#### Price Chart



Source: Bloomberg

#### นักวิเคราะห์

โกวิท พงศ์วิญญู

02-659-8304

kowit.p@uobkayhian.co.th

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่น่าเชื่อถือและเป็นสิ่งที่นำเสนอถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำของสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณั้ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

### ผลกระทบในอนาคต

- **คาดผลประกอบการทรงตัวในช่วง 2H59** แม้กลยุทธ์ของ BH ตั้งเป้าที่จะเพิ่มจำนวนคนไข้จากกัมพูชา และพม่าเพื่อชดเชยจำนวนคนไข้จากตะวันออกกลางแต่อาจต้องใช้เวลาอีกซีกครึ่งกว่าที่จะเห็นผล อย่างไรก็ดี เราคาดว่าจำนวนคนไข้จากตะวันออกกลางจะเพิ่มขึ้นในช่วง 2H59 เนื่องจากสิ้นสุดช่วงเทศกาลรอมฎอนแล้วและกำลังเข้าสู่ช่วงไฮซีซั่นของอุตสาหกรรม อย่างไรก็ตาม ราคาน้ำมันทั่วโลกที่ยังอยู่ในระดับต่ำจะกดดันจำนวนคนไข้ต่างชาติของ BH อย่างต่อเนื่อง ดังนั้น เราคาดว่าผลประกอบการของ BH จะคงที่ในช่วง 2H59 เราคาดว่าจำนวนคนไข้ต่างชาติของ BH จะค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้นตั้งแต่ปีหน้าเป็นต้นไปหนุนจากความพยายามของ ร.พ. ที่จะเพิ่มจำนวนคนไข้ต่างชาติจากชาติอื่นๆ ให้มากขึ้น ดังนั้น เราคาดว่ายอดขายของ BH ในปี 59 จะเพิ่มขึ้นเล็กน้อยที่ 0.7% อยู่ที่ 17,786 ล้านบาทก่อนที่จะขยายตัวขึ้นอีก 15% yoy อยู่ที่ 19,612 ล้านบาทในปี 60
- **คาดกำไรสุทธิขยายตัวขึ้น 15% ในปีหน้า** จากความพยายามของ ร.พ. ที่จะควบคุมต้นทุนและการบริหารงานที่ดี เราจึงคาดว่า EBITDA margin ของ ร.พ. จะเติบโตขึ้นจาก 29.5% เมื่อปีที่แล้วมาอยู่ที่ 30.4% และ 31.8% ในปี 59 และ 60 ตามลำดับซึ่งคาดว่าจะทำให้กำไรสุทธิในปี 59 และ 60 อยู่ที่ 3,456 ล้านบาท (+0.6% yoy) และ 3,975 ล้านบาท (+15% yoy) ตามลำดับ

### การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- **ปรับลดประมาณการกำไรสุทธิ** เพื่อสะท้อนกำไรสุทธิในไตรมาส 2/59 ที่ต่ำกว่าคาดประกอบกับประมาณการของผู้บริหาร เราจึงปรับลดประมาณการยอดขายและกำไรสุทธิในปี 59 และ 60 ของเราลง

### คำแนะนำ

- **ปรับลดราคาเป้าหมายลงอยู่ที่ 210.00 บาท** จากกำไรสุทธิที่ออกมาต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้ เราจึงปรับลดราคาเป้าหมายหุ้น BH ลงอยู่ที่ 210.00 บาทอิงด้วยวิธี DCF และ discount rate ที่ 6%
- **คงคำแนะนำซื้อ** เนื่องจากเราคาดว่ากำไรสุทธิจะกลับมาเติบโตขึ้นแข็งแกร่งอีกครั้งในปีหน้าหนุนจากความพยายามของ ร.พ. ที่จะดึงคนไข้จากกลุ่มประเทศ AEC ให้เข้ามาใช้บริการรักษาพยาบาลที่ BH ให้มากขึ้น ประกอบกับหุ้น BH ซื้อขายในระดับต่ำที่สุดในกลุ่ม ร.พ. ในประเทศไทยด้วย 2016F PE ที่ 39 x เราจึงคงคำแนะนำซื้อ

### เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น

- จำนวนคนไข้ต่างชาติที่มากขึ้น

### FORECAST REVISION

(Btm)	Old	2016F New	%chg	Old	2017F New	%chg
Sales	19,102	17,786	-7%	21,455	19,612	-9%
Net profits	3,844	3,456	-10%	4,487	3,975	-11%

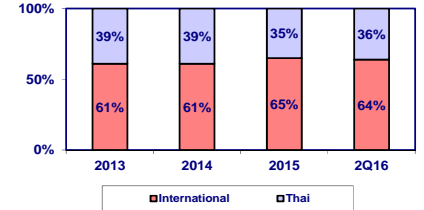
Source: UOB Kay Hian

### 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	6.0	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	APHS 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

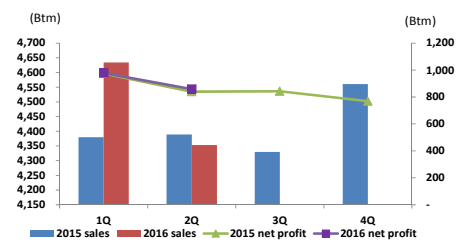
Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

### PROPORTION OF REVENUE



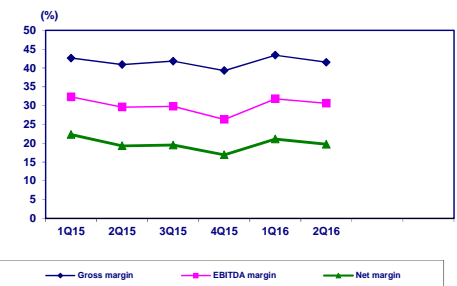
Source: BH

### QUARTERLY SALES AND EARNINGS



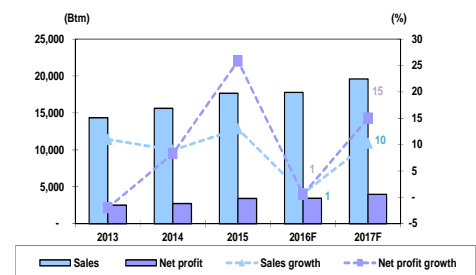
Source: BH

### QUARTERLY MARGINS



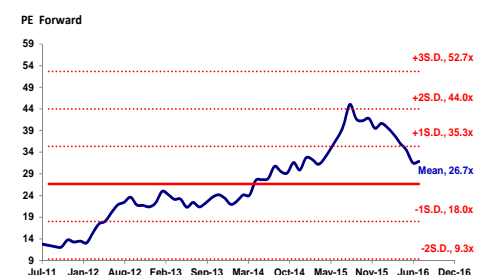
Source: BH

### SALES AND EARNINGS GROWTH



Source: BH, UOB Kay Hian

### PE AND SD



Source: UOB Kay Hian

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