

บมจ. บางกอก เซน ฮอสปิทอล (BCH)

กำไรสุทธิจะมีการเติบโตขึ้นอย่างมาก

ด้วยปัจจัยหนุนจากผลประกอบการของ WMC ที่ฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องและผลประกอบการที่ดีของกลุ่มคนไข้เงินสดและคนไข้ประกันสังคม เราจึงคาดว่ากำไรสุทธิของ BCH จะเติบโตขึ้น 43% และ 24% ในปี 59 และ 60 ตามลำดับ นอกจากนี้ แผนการขยายโรงพยาบาลอย่างต่อเนื่องจะเป็นปัจจัยหนุนการเติบโตของ BCH ในระยะยาว ราคาหุ้นของ BCH ในขณะนี้ ถือว่าไม่แพง เมื่อเทียบกับ รพ. คู่แข่งรายอื่นในประเทศและในเขตภูมิภาค คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 14.00 บาท

เหตุการณ์ใหม่

- ผลประกอบการของ WMC ฟื้นตัวต่อเนื่อง** จากความพยายามของโรงพยาบาลที่จะให้มีคนไข้ต่างชาติที่มาจากหลายๆ ประเทศแทนที่จะมีการกระจุกตัวอยู่เพียงไม่กี่ประเทศ ทำให้จำนวนคนไข้ต่างชาติของ รพ. มีการเพิ่มขึ้นโดยตลอด และช่วยหนุนให้รายได้จากคนไข้ต่างชาติของ WMC ซึ่งเป็น รพ. ระดับพรีเมียมของกลุ่ม มีการเพิ่มขึ้นต่อเนื่องจาก 54% ของรายได้รวมในไตรมาส 1/59 มาอยู่ที่ 57% ในช่วง 2H59 นอกจากนี้ utilization rate ของ WMC ก็ขยายตัวขึ้นจาก 10% ในไตรมาส 1/59 มาอยู่ที่ 15% ในไตรมาส 2/59 แม้ว่าจะในช่วงโลว์ซีซั่นแต่รายได้ของ WMC ก็ยังสามารถรักษาระดับได้อยู่ที่ 101 ล้านบาทในไตรมาส 2/59 เท่ากับในไตรมาส 1/59 สำหรับในช่วง 2H59 WMC มีแผนที่จะเซ็นสัญญากับสถานทูตประเทศกาตาร์และคูเวตเพื่อให้นักท่องเที่ยวทั้ง 2 ประเทศเข้ามารับการรักษาพยาบาลที่ WMC ในขณะเดียวกัน WMC เตรียมที่จะเปิดให้บริการรักษาพยาบาลโรคที่มีคนไข้ไทยเป็นกันมาก เช่น degenerative cardiac, โรคไตและตับเพื่อเพิ่มจำนวนคนไข้ไทยให้มากขึ้น อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า WMC จะยังมีผลขาดทุนที่ 150 ล้านบาทในปี 59 จาก utilization rate ที่ยังอยู่ในระดับต่ำ แต่จาก utilization rate ที่คาดว่าจะอยู่ที่มากกว่า 20% ในปีหน้า เราคาดว่า WMC จะถึงจุดคุ้มทุนและรับรู้กำไรเล็กน้อยที่ 10 ล้านบาทในปี 60
- คาดรายได้จากคนไข้เงินสดและประกันสังคมเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง** แม้สภาวะเศรษฐกิจจะอ่อนตัวลงแต่รายได้จากคนไข้เงินสดของ BCH เพิ่มขึ้นต่อเนื่องที่ 11% yoy ในไตรมาส 2/59 จากจำนวนคนไข้ที่เพิ่มมากขึ้น 3% yoy นอกจากนี้ การที่กลุ่มคนไข้ที่มีรายได้ระดับกลางเปลี่ยนการรักษายาบาลจาก รพ. ระดับพรีเมียมไปยัง รพ. ที่มีค่ารักษาพยาบาลถูกกว่าภายใต้แบรนด์เกษมราษฎร์น่าจะช่วยให้รายได้จากคนไข้เงินสดเพิ่มขึ้นด้วย ในส่วนของคนไข้กลุ่มประกันสังคม หลังเข้าซื้อกิจการ รพ. เกษมราษฎร์ ฉะเชิงเทราเมื่อปีที่แล้วทำให้โควตาคนไข้ประกันสังคมของกลุ่ม เพิ่มขึ้น 27% อยู่ที่ 1.0 ล้านรายซึ่งในขณะนี้จำนวนคนไข้ประกันสังคมที่มัลงทะเบียนรักษากับที่ BCH มีเพียงแค่ 752,000 รายเท่านั้นซึ่งหมายความว่า BCH ยังสามารถรับผู้ป่วยประกันสังคมได้อีก 27% หรือ 278,000 ราย
- มี upside มากขึ้นในช่วง 2H59** ทั้งคนไข้เงินสดและประกันสังคมจะมี upside มากขึ้นในช่วง 2H59 โดยเราคาดว่ารายได้จากคนไข้เงินสดในช่วง 2H59 จะเพิ่มขึ้นหนุนจากราคาเวชภัณฑ์ที่จะสูงขึ้น 20-30% ตั้งแต่เดือน มิ.ย. เป็นต้นไป ขณะที่คาดรายได้จากคนไข้ประกันสังคมจะมีปัจจัยหนุนจากการชำระหนี้ของสำนักงานประกันสังคมในไตรมาส 3/59 และ 4/59 สำหรับค่าใช้จ่ายในการรักษาพยาบาลเคสผู้ป่วยหนักเมื่อปีที่แล้วที่ยังค้างจ่ายอยู่

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)	53.5	53.0	37.2	30.0	23.5
P/B (x)	6.8	6.4	5.8	5.2	4.6
EV/EBITDA (x)	24.1	23.4	18.8	15.7	13.2
Dividend yield (%)	1.1	0.6	1.3	1.7	2.1
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

ซื้อ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน	11.20 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	14.00 บาท
Upside	+25.0%

รายละเอียดบริษัท

กลุ่ม ร.พ.ขนาดกลางในต่างจังหวัดโดยเปิดให้บริการแก่ผู้มีรายได้ระดับกลางและคนไข้ตามโครงการประกันสังคมของรัฐบาล

Stock Data

GICS sector	Health Care
Bloomberg ticker:	BCH TB
Shares issued (m):	2,493.7
Market cap (Btm):	27,930.0
Market cap (US\$m):	800.1
3-mth avg daily t'over (US\$m):	4.6

Price Performance (%)

52-week high/low	Bt13.30/Bt16.60			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
7.4	8.2	9.8	62.3	23.8

Major Shareholders

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

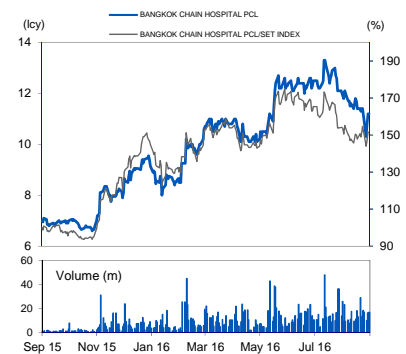
FY16 NAV/Share (Bt)

1.94

FY16 Net Debt/Share (Bt)

1.57

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

โกวิท พงศ์วิญญู

02-659-8304

kowitz.p@uobkayhian.co.th

ราคาหุ้นที่จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่มีการยืนยันว่าถูกต้องและครบถ้วนของข้อมูล โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำข้อมูลนี้จัดทำขึ้นภายใต้ความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้ไม่มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือการชักชวนให้ซื้อขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน UOBKH/Consensus (x)

- **การขยาย ร.พ. จะช่วยหนุนการเติบโต** เพื่อหนุนการเติบโตของ ร.พ. ในระยะสั้น BCH มีแผนที่จะใช้เงินลงทุนที่ 240 ล้านบาทเพื่อก่อสร้างศูนย์ส่งต่อคนไข้ 3 แห่งที่มีกำหนดก่อสร้างแล้วเสร็จในช่วงกลางปี 60 (เกษมราษฎร์ ฉะเชิงเทรา ในภาคตะวันออก, เกษมราษฎร์ ศรีบุรินทร์ ที่จ. เชียงรายและเกษมราษฎร์ รัตนนิเวศร์ ในภาคตะวันตก) นอกจากนี้ BCH เตรียมลงทุนอีก 10 ล้านบาทเพื่ออัปเดตคลินิกศรีบุรินทร์ให้เป็น ร.พ. ขนาด 30 เตียงในไตรมาส 3/60 สำหรับปัจจัยหนุนการเติบโตในระยะยาว BCH ตั้งงบไว้ที่ 1,600 ล้านบาทสำหรับโครงการ greenfield สามโรงพยาบาล ที่มีกำหนดก่อสร้างแล้วเสร็จในปี 61-62

ผลกระทบในอนาคต

- **คาดผลประกอบการดีในไตรมาส 3/59** จากการที่อุตสาหกรรมเข้าสู่ช่วงไฮซีซั่นและรายได้จากคนไข้เงินสดและประกันสังคมเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง เราจึงคาดว่ารายได้ในไตรมาส 3/59 ของ BCH จะเพิ่มขึ้น 17% yoy อยู่ที่ 1,730 ล้านบาท และคาด gross และ EBITDA margins จะปรับตัวดีขึ้นอยู่ที่ 32% และ 26% (ปี 58 อยู่ที่ 31% และ 25%) ตามลำดับจาก economies of scale ประกอบกับผลประกอบการของ WMC ที่ฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องและการจ่ายเงินตามรอบของสำนักงานประกันสังคมที่ยังค้างจ่ายอยู่ เราคาดว่ากำไรสุทธิในไตรมาส 3/59 จะพุ่งขึ้น 49% yoy อยู่ที่ 214 ล้านบาท
- **กำไรสุทธิโตขึ้นอย่างน่าประทับใจ** เราคาดว่าผลประกอบการของ BCH ในช่วง 2H59 จะเติบโตขึ้นแข็งแกร่งเนื่องจากคาดว่ารายได้จากคนไข้เงินสดและประกันสังคมจะอยู่ในระดับสูงในช่วงไฮซีซั่น ในขณะที่เดียวกัน เราคาดว่าผลประกอบการของ WMC จะแข็งแกร่งขึ้นหนุนจากจำนวนคนไข้ต่างชาติและในประเทศที่มากขึ้น ดังนั้น เราคาดว่ารายได้รวมจะขยายตัวขึ้น 16% yoy อยู่ที่ 6,674 ล้านบาทในปี 59 และ 12% yoy อยู่ที่ 7,463 ล้านบาทในปี 60 จากจำนวนคนไข้ที่มากขึ้นอันเป็นผลจากการขยาย ร.พ. เพื่อรองรับคนไข้ใหม่ๆ ประกอบกับผลประกอบการของ WMC ที่ฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องและความต้องการในการรักษาพยาบาลที่สูงขึ้นในกลุ่มผู้มีรายได้ระดับกลาง สำหรับด้านผลกำไรในนั้น เราคาดว่ากำไรสุทธิในปี 59 จะพุ่งขึ้น 43% yoy อยู่ที่ 751 ล้านบาทจาก economies of scale ประกอบกับผลประกอบการของ WMC ที่ฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องและการจ่ายเงินค้างจ่าย ตามรอบของสำนักงานประกันสังคม อีกทั้ง ด้วยปัจจัยหนุนของปีหน้า จากการขยาย ร.พ. รวมทั้งการมุ่งเน้นไปยังการรักษาเคสผู้ป่วยหนักและผลประกอบการของ WMC ที่จะเข้าสู่จุดคุ้มทุน เราจึงคาดว่ากำไรสุทธิของ WMC ในปี 60 จะเพิ่มขึ้น 24% yoy อยู่ที่ 931 ล้านบาท

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- **ไม่มี**

คำแนะนำ

- **คงคำแนะนำซื้อ** เนื่องจากเราคาดว่ากำไรสุทธิของ BCH จะเติบโตขึ้น 43% ในปีนี้และ 24% ในปีหน้า เราจึงคงคำแนะนำซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 14.00 บาทอิงด้วยวิธี DCF ด้วย discount rate ที่ 7% แผนการขยาย ร.พ. อย่างต่อเนื่องและ utilization rate ที่ยังต่ำของ WMC จะเป็นปัจจัยหนุนการเติบโตในระยะยาวของ BCH นอกจากนี้ ราคาหุ้น BCH ในขณะนี้ยังซื้อขายถูกกว่าคู่แข่งรายอื่นในประเทศและในระดับภูมิภาค

เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น

- **ดีล M&A ที่มากขึ้น**

RESULTS PREVIEW

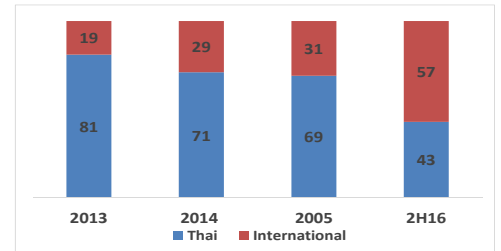
Year to 31 Dec (Btm)	3Q16F	yoy % chg	qoq % chg	9M16F	yoy % chg
Sales	1,730	17.2	13.0	4,802	15.4
Gross Profit	557	19.8	24.1	1,486	21.3
EBITDA	454	22.7	17.6	1,239	28.8
Pre-tax Profit	309	32.6	28.2	799	41.7
Tax	(62)	23.6	40.5	(156)	27.7
Net Profit	214	48.8	37.3	526	56.1
Net Profit (Ex EI)	214	48.8	37.3	526	56.1
EPS (Bt)	0.09	43.2	43.2	0.21	49.5
Gross margin (%)	32.2			30.9	
EBITDA margin (%)	26.2			25.8	
Net margin (%)	12.4			11.0	

Source: UOB Kay Hian

PEER COMPARISON

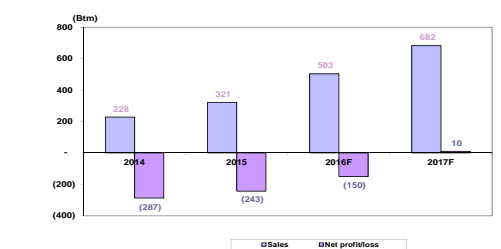
Company	Stock Code	PE (x) 2017F	P/B (x) 2017F	EV/EBITDA (x) 2017F	Div yield (%) 2017F	ROE (%) 2017F	Earnings Growth (%) 2017F
Bangkok Dusit	BDMS TB	33.0	5.4	23.0	1.5	16.3	16.2
Bumrungrad	BH TB	30.5	7.3	19.1	1.6	24.9	15.0
Bangkok Chain	BCH TB	29.5	5.1	15.4	1.7	16.2	24.0
Raffles Medical	RFMD SP	32.0	4.9	25.6	1.3	11.7	14.3
UHC	UHC BK	58.0	1.7	17.0	1.7	9.7	15.0
Ramsay	RHC AU	29.6	7.8	15.1	1.6	23.6	12.7
Apollo	APHS IN	50.6	5.2	24.4	0.5	11.1	(3.8)
Local aver.		32.4	5.9	22.0	1.5	18.6	15.9
Total aver.		35.1	5.1	21.2	1.2	14.8	15.5

PROPORTION OF REVENUE AT WMC



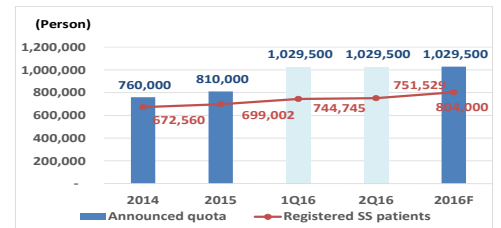
Source: BCH, UOB Kay Hian

WMC'S PERFORMANCE



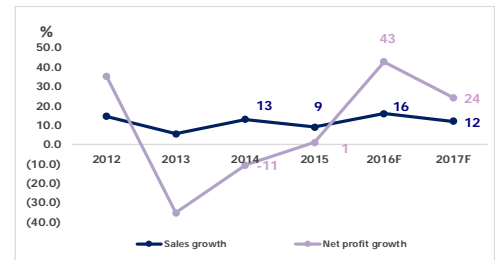
Source: BCH, UOB Kay Hian

SS PATIENTS



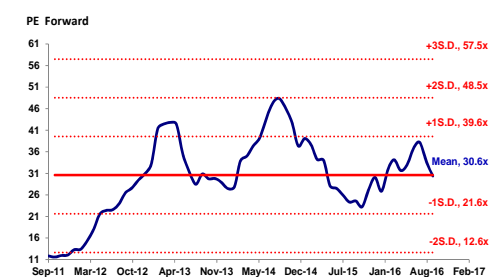
Source: BCH, UOB Kay Hian

SALES AND NET PROFIT GROWTH



Source: BCH, UOB Kay Hian

PE MEAN AND SD



Source: Bloomberg, UOB Kay Hian