

**บมจ. กรุงเทพดุสิตเวชการ (BDMS)**

3Q20: กำไรปกติยังคงลดลง yoy แต่ดีกว่าคาด

แม้รายได้ และกำไรปกติจะลดลง yoy แต่กำไรปกติ 3Q20 ออกมาดีกว่าที่เราคาดไว้จากการควบคุมต้นทุนที่ดีของ BDMS ที่ส่งผลทำให้ EBITDA margin ปรับตัวดีขึ้น ด้วยจำนวนผู้ป่วยไทยจำนวนมาก และอัตราค่าไถ่ที่ดี เราคาดว่า BDMS จะกลับมาฟื้นตัวใกล้เคียงกับระดับก่อนเกิด COVID-19 ในปีหน้า คงคำแนะนำซื้อ ราคาเป้าหมายที่ 26.00 บาท

**3Q20 RESULTS**

Year to 31 Dec (Btm)	3Q20	yoy % chg	9M20	yoy % chg	Remarks
Sales	16,719	(22.7)	50,246	(18.4)	Low patient volume.
Gross Profit	5,550	(27.6)	16,190	(23.7)	
EBITDA	3,822	(16.2)	10,609	(18.0)	Good cost control.
Pre-tax Profit	2,325	(28.7)	6,096	(32.1)	
Tax	(482)	(32.1)	(1,214)	(36.2)	
Net Profit	1,801	(33.0)	4,827	(62.9)	
Net Profit (Ex EI)	1,788	(33.5)	4,814	(35.6)	
EPS (Bt)	0.11	(37.0)	0.30	(63.9)	
Gross margin (%)	33.2		32.2		
EBITDA margin (%)	22.9		21.1		
Net margin (%)	10.8		9.6		

Source: BDMS, UOB Kay Hian

**RESULTS**

• **กำไรดีกว่าคาด** กำไรปกติใน 3Q20 ของ BDMS ลดลง 34% yoy มาอยู่ที่ 1,800 ลบ.ซึ่งออกมาดีกว่าที่เราและตลาดคาดไว้ โดยทั้งรายได้ และอัตราค่าไถ่สูงกว่าที่เราคาด รายได้ลดลง 23% yoy เป็น 16,700 ลบ.จากรายได้ผู้ป่วยต่างชาติที่ลดลง 55% yoy ขณะที่ รายได้จากผู้ป่วยไทยลดลง 13% yoy EBITDA margin ใน 3Q20 เพิ่มขึ้นเป็น 23% (3Q19: 21%) จากการควบคุมค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับพนักงาน ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับแพทย์ และค่าใช้จ่ายในการบริหารอื่นๆ ได้ดี ส่วนแบ่งกำไรลดลง 77% yoy จากผลการดำเนินงานที่อ่อนแอของ BH (BDMS ถือหุ้น 23%) ใน 3Q20 สัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยไทย และผู้ป่วยต่างชาติอยู่ที่ 83:17 (3Q19: 72:28) ยอดขาย และกำไรปกติในช่วง 9M20 ลดลง 18% และ 36% yoy จากผลกระทบเชิงลบจากการระบาดของไวรัส COVID-19 (รายละเอียดเพิ่มเติมหน้า 2)

**KEY FINANCIALS**

Year to 31 Dec (Btm)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Net turnover	77,373	82,722	66,215	82,534	90,775
EBITDA	15,991	16,964	12,813	16,896	18,675
Operating profit	10,873	11,492	6,715	10,998	12,293
Net profit (rep./act.)	9,191	15,517	5,624	9,242	10,516
Net profit (adj.)	10,136	10,053	5,624	9,242	10,516
EPS (Bt)	0.6	0.6	0.4	0.6	0.7
PE (x)	32.5	33.2	59.3	36.1	31.7
P/B (x)	4.7	4.0	4.0	3.7	3.5
EV/EBITDA (x)	22.5	21.2	28.1	21.3	19.3
Dividend yield (%)	1.5	2.6	0.8	1.4	1.6
Net margin (%)	11.9	18.8	8.5	11.2	11.6
Net debt/(cash) to equity (%)	48.5	22.5	27.0	18.2	15.3
Interest cover (x)	13.7	18.3	15.0	18.2	30.0
ROE (%)	13.8	20.1	6.7	10.6	11.3
Consensus net profit	-	-	5,918	8,419	9,948
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.95	1.10	1.06

Source: BDMS, Bloomberg, UOB Kay Hian

**BUY**

(Maintained)

Share Price	Bt21.00
Target Price	Bt26.00
Upside	+23.8%

**COMPANY DESCRIPTION**

BDMS has a nationwide network of leading private hospitals. The proportion of its local and foreign revenue stands at about 70:30. Local and regional expansion via greenfield projects and M&A are growth drivers.

**STOCK DATA**

GICS sector	Health Care
Bloomberg ticker:	BDMS TB
Shares issued (m):	15,892.0
Market cap (Btm):	333,732.0
Market cap (US\$m):	11,029.2
3-mth avg daily t'over (US\$m):	19.1

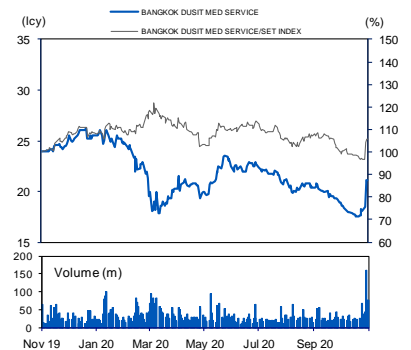
**Price Performance (%)**

52-week high/low	Bt26.25/Bt17.50			
<b>1mth</b>	<b>3mth</b>	<b>6mth</b>	<b>1yr</b>	<b>YTD</b>
9.4	(0.5)	6.1	(11.0)	(19.2)

**Major Shareholders**

Shareholder	%
Prasarttong-osoth family	25.7
Thai NVDR	8.3
Viriya Insurance	6.0
FY20 NAV/Share (Bt)	5.30
FY20 Net Debt/Share (Bt)	1.43

**PRICE CHART**



Source: Bloomberg

**ANALYST(S)**

**Kowitz Pongwinyoo**  
+662 659 8304  
kowitz.p@uobkayhian.co.th

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้เปิดเผยและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการดังกล่าวที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มิควรใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Company Results

Thursday, 12 November 2020

STOCK IMPACT

- ผลการดำเนินงานจะปรับตัวดีขึ้น qoq ในอนาคต จากสถานการณ์การระบาดในประเทศไทยที่ดีขึ้น ทำให้เราคาดว่าจะเห็นผู้ป่วยไทยกลับเข้ารับการรักษาพยาบาลที่ BDMS มากขึ้นใน 4Q20 และปี 2021 รายได้จากผู้ป่วยไทยน่าจะทรงตัว yoy ใน 4Q20 ก่อนที่จะเติบโต yoy ในปี 2021 แม้เราคาดว่าผู้ป่วยต่างชาติจะปรับตัวดีขึ้นจากระดับต่ำสุดใน 2Q20 แต่หน้าจะเป็นไปอย่างช้าๆ เนื่องจากสถานการณ์การระบาดทั่วโลกยังไม่คลี่คลาย อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าภาวะระบาดทั่วโลกจะดีขึ้นในช่วง 1H21 และอาจกลับเข้าสู่ภาวะปกติในช่วง 2H21 ตามความสำเร็จในการทดลองวัคซีนต้าน COVID-19 เราจึงคาดว่ารายได้ และกำไรในช่วง 4Q20 และ 1Q21 จะยังคงลดลง yoy เนื่องจากอาจจะต้องใช้เวลาในการฟื้นตัวอีกสักระยะหนึ่งก่อนที่สถานการณ์จะกลับเข้าสู่ภาวะปกติ
- Margin น่าจะลดลงในปีนี้ แต่เพิ่มขึ้นในปีหน้า แม้เราคาดว่า EBITDA margin ของ BDMS จะเริ่มปรับตัวดีขึ้น yoy ในช่วง 2H20 แต่เรามองว่าไม่น่าจะเพียงพอที่จะชดเชย EBITDA margin ที่อ่อนแอใน 2Q20 เราคาดว่า EBITDA margin ในปี 2020 จะลดลงเป็น 19% (2019: 20%) จากการควบคุมต้นทุนที่ดีของ BDMS ก่อนที่จะกลับมาดีขึ้นเป็น 21% ในปี 2021 ตามการเพิ่มขึ้นของจำนวนผู้ป่วยที่เข้ารับการรักษาพยาบาลที่โรงพยาบาล

EARNINGS REVISION/RISK

- ไม่มี
- กำไรปกติน่าจะลดลงในปีนี้อย่างน้อยก่อนที่จะเพิ่มขึ้นในปีหน้า จากผลกระทบจากการระบาดของไวรัส COVID-19 ทำให้เราคาดว่ารายได้ปี 2020 ของ BDMS จะลดลง 20% yoy เป็น 66,200 ลบ. ก่อนที่จะเพิ่มขึ้น 25% yoy เป็น 82,500 ลบ. ในปี 2021 อย่างไรก็ตาม กำไรปกติในปี 2020 คาดว่าจะลดลง 44% yoy เป็น 5,600 ลบ. จากรายได้ที่ลดลง อัตรากำไรที่ลดลง และส่วนแบ่งกำไรที่ลดลงจากการถือหุ้นใน BH 23% เราคาดว่ากำไรปกติในปี 2021 ของ BDMS จะเพิ่มขึ้น 64% yoy เป็น 9,200 ลบ. จากปริมาณผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นทั้งผู้ป่วยไทย และผู้ป่วยต่างชาติ และฐานกำไรปกติที่ต่ำในปี 2020

VALUATION/RECOMMENDATION

- แนะนำ ซื้อ แม้คาดว่ากำไรปกติจะลดลงอย่างต่อเนื่อง yoy ในอีก 2 ไตรมาสข้างหน้า แต่การปรับตัวดีขึ้นของ EBITDA margin ใน 3Q20 ถือว่าเป็นสัญญาณที่ดี ซึ่งจากยอดผู้ป่วยไทยจำนวนมาก (80%+) และการควบคุมต้นทุนที่ดีกว่าคาด ทำให้ BDMS ฟื้นตัวเร็ว และแข็งแกร่งกว่าที่เราคาดไว้ก่อนหน้านี้ นอกจากนี้ การคาดการณ์กำไรปกติสำหรับปี 2021 ของเราคิดเป็น 90% ของกำไรปกติทั้งปีของ BDMS ก่อนเกิด COVID-19 สำหรับตอนนี้ เราคงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 26.00 บาท อิงจากวิธี SOTP ซึ่งยังคงรอปรับประมาณการเพิ่มเติมหลังจากการประชุมนักวิเคราะห์ในสัปดาห์หน้า

SHARE PRICE CATALYST

- การค้นพบวัคซีนต้าน COVID-19 SOTP VALUATION

	Value (Btm)	Value/share (Bt)	Note
BDMS TB	392,074	24.67	DCF, rate 6% market price (fully diluted)
BH TB (23%)	21,172	1.33	
<b>Total</b>	<b>413,246</b>	<b>26.00</b>	

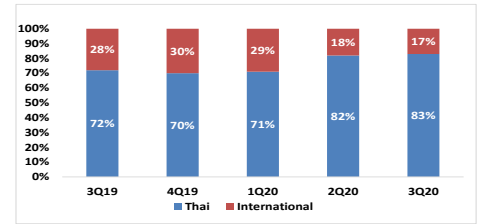
Source: UOB Kay Hian

REGIONAL PEER COMPARISON

Company	Ticker	PE (x) 2021F	P/B (x) 2021F	EV/EBITDA (x) 2021F	Div yield (%) 2021F	ROE (%) 2021F	Earnings Growth (%) 2021F
Bangkok Dusit	BDMS TB	36.1	3.7	21.3	1.4	10.6	64.3
Bumrungrad	BH TB	41.4	4.2	21.2	1.2	10.4	60.0
Bangkok Chain	BCH TB	25.6	4.6	15.2	2.0	17.2	10.0
Chularat	CHG TB	33.1	6.7	20.5	2.1	19.8	13.1
Vibhavadi	VIBHA TB	31.2	2.5	18.3	2.1	5.8	41.4
Raffles Medical	RFMD SP	27.2	1.7	15.2	3.1	6.7	30.4
IHH Healthcare	IHH MK	50.2	2.0	54.0	0.7	4.2	63.6
KPJ Healthcare	KPJ MK	21.8	1.8	11.3	2.2	8.9	28.1
Ramsay	RHC AU	34.0	3.6	12.0	1.4	11.3	15.7
<b>Local average</b>		<b>36.6</b>	<b>4.0</b>	<b>22.4</b>	<b>1.3</b>	<b>10.2</b>	<b>62.2</b>
<b>Total average</b>		<b>39.1</b>	<b>3.3</b>	<b>27.5</b>	<b>1.3</b>	<b>9.1</b>	<b>50.8</b>

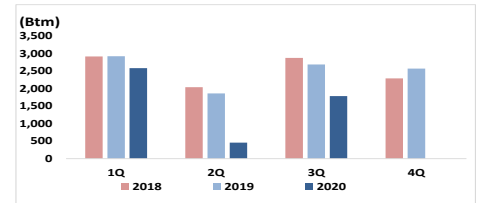
Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

PATIENT REVENUE BREAKDOWN



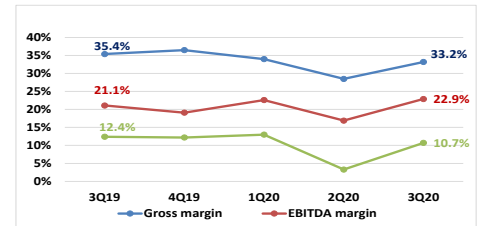
Source: BDMS, UOB Kay Hian

QUARTERLY CORE PROFIT



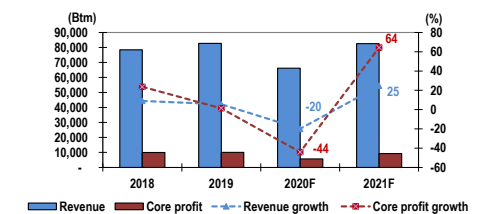
Source: BDMS, UOB Kay Hian

QUARTERLY MARGINS



Source: BDMS, UOB Kay Hian

REVENUE AND CORE PROFIT GROWTH YOY



Source: BDMS, UOB Kay Hian

PE AND SD



Source: UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้เปิดเผยและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันหรือการรับประกันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการในต่างที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน