

บมจ. กรุงเทพดุสิตเวชการ (BDMS)

ได้ประโยชน์จากการระบาดของ COVID-19 ระลอกสาม

การระบาดระลอกสามดูเหมือนจะส่งผลกระทบต่อคนข้างจำกัดต่อผลการดำเนินงานของ BDMS แต่จะช่วยให้รายได้ในรูปแบบของรายได้เพิ่มเติมจากการให้บริการที่เกี่ยวข้องกับ COVID-19 อย่างไรก็ดีตาม สถานการณ์ดังกล่าวอาจจะชะลอการฟื้นตัวอย่างมีนัยสำคัญของจำนวนผู้ป่วยต่างชาติไปเป็นปีหน้า คงคำแนะนำ ซื้อ ราคาเป้าหมายที่ 26.00 บาท

WHAT'S NEW

- **การติดเชื้อ COVID-19 ระลอกสามอาจช่วยเพิ่มผลการดำเนินงานของ BDMS** เราเชื่อว่าการระบาดของ COVID-19 รอบใหม่ที่เพิ่งเกิดขึ้นจะส่งผลกระทบต่อคนข้างจำกัดต่อผลการดำเนินงานของ BDMS เนื่องจากประชาชนมีความรู้เกี่ยวกับ COVID-19 มากขึ้น และวิธีป้องกันตนเองจากการติดเชื้อ ดังนั้นเราจึงคาดว่าผู้ป่วยในประเทศจะยังคงเข้ารับการรักษาพยาบาลที่โรงพยาบาลของ BDMS ต่อไป อย่างไรก็ตาม จำนวนผู้ติดเชื้อที่เพิ่มขึ้นจากจำนวนไม่กี่ร้อยราย/วันก่อนหน้านี้ เป็นเกือบ 3,000 ราย/วัน ทำให้ประชาชนต้องการตรวจคัดกรอง COVID-19 มากขึ้น เราคาดว่าอัตราการตรวจคัดกรอง COVID-19 โดยเฉลี่ยที่ BDMS อาจเพิ่มขึ้นจาก 1,000-1,500 ราย/วัน ใน 1Q21 เป็น 4,000 ราย/วัน ใน 2Q20 สมมติว่าค่าใช้จ่ายในการตรวจ COVID-19 อยู่ที่ 3,000 บาท/ครั้ง หมายความว่าจะทำให้ BDMS มีรายได้เพิ่มเติมจำนวน 1.1 พันลบ. ใน 2Q21 นอกจากนี้ BDMS ยังได้รับรายได้เพิ่มขึ้นจากการให้บริการกักตัวและบริการทางการแพทย์ 14 วัน หากพบว่าผู้เข้ามามีการตรวจเป็นผู้ติดเชื้อ ทำให้เรามีการเพิ่มการคาดการณ์ รายได้และกำไรของ BDMS
- **รายได้เพิ่มเติมจากการฉีดวัคซีน COVID-19** เนื่องจากความล่าช้าของระบบราชการ ทำให้การกระจายวัคซีน COVID-19 เป็นไปอย่างล่าช้า ขณะนี้ประเทศไทยอยู่อันดับที่ 7 ในกลุ่มประเทศอาเซียนในแง่ของจำนวนประชากรที่ได้รับการฉีดวัคซีน ในขณะที่ทุกวันโรงพยาบาลเอกชนไม่ได้รับอนุญาตให้บริการฉีดวัคซีน แต่จากการที่จำนวนผู้ติดเชื้อมีการเพิ่มขึ้นอย่างมาก ทำให้รัฐบาลตั้งเป้าหมายใหม่ว่าจะฉีด วัคซีนให้ครบ 50 ล้านราย ภายในสิ้นปี 21 โดยวัคซีน COVID-19 จำนวน 85-90 ล้านโดส จะได้รับการ จัดหาโดยรัฐบาล และส่วนที่เหลืออีก 10-15 ล้านโดสจะอนุญาตให้มีการจัดหาโดยโรงพยาบาลเอกชน สมมติว่า การฉีดวัคซีนแต่ละครั้งอยู่ที่ 2,000 บาท นั้นหมายถึงรายได้เพิ่มเติมจำนวน 20-30 พันลบ. สำหรับโรงพยาบาลเอกชน รายละเอียดเพิ่มเติมเกี่ยวกับการจัดหาวัคซีนโดยโรงพยาบาลเอกชนจะออกมาในช่วงต้นเดือน พ.ค. 21
- **การฟื้นตัวของผู้ป่วยต่างชาติจำนวนมากอาจต้องรอจนถึงปีหน้า** การติดเชื้อระลอกสามและการฉีดวัคซีนที่ล่าช้าหมายความว่า การฟื้นตัวอย่างมีนัยสำคัญของจำนวนผู้ป่วยต่างชาติอาจต้องรอจนถึงปีหน้า ผู้บริหารของ BDMS คาดว่าอาจจะต้องใช้เวลานานหนึ่งปีก่อนที่จำนวนผู้ป่วยต่างชาติที่ต้องการรักษาที่ BDMS จะกลับสู่ระดับก่อน COVID-19 (รายละเอียดเพิ่มเติมหน้า 2)

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Net turnover	82,722	68,073	74,393	82,119	89,035
EBITDA	16,964	13,680	15,287	17,154	18,696
Operating profit	11,492	7,542	8,950	10,227	11,339
Net profit (rep./act.)	15,517	7,214	7,108	8,080	9,041
Net profit (adj.)	10,053	6,032	7,108	8,080	9,041
EPS (Bt)	0.63	0.38	0.45	0.51	0.57
PE (x)	34.6	57.7	49.0	43.1	38.5
P/B (x)	4.2	4.0	3.8	3.7	3.5
EV/EBITDA (x)	20.7	25.6	22.9	20.4	18.8
Dividend yield (%)	2.5	2.5	1.0	1.2	1.3
Net margin (%)	18.8	10.6	9.6	9.8	10.2
Net debt/(cash) to equity (%)	22.5	3.8	(1.2)	(1.8)	(5.5)
Interest cover (x)	18.3	15.7	24.8	36.4	52.5
ROE (%)	20.1	8.4	7.9	8.7	9.3
Consensus net profit	-	-	7,600	9,338	10,346
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.94	0.87	0.87

Source: BDMS, Bloomberg, UOB Kay Hian

BUY

(Maintained)

Share Price	Bt21.90
Target Price	Bt26.00
Upside	+18.7%
(Previous TP)	Bt24.00)

COMPANY DESCRIPTION

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

STOCK DATA

GICS sector	Health Care
Bloomberg ticker:	BDMS TB
Shares issued (m):	15,892.0
Market cap (Btm):	348,034.8
Market cap (US\$m):	11,085.7
3-mth avg daily t'over (US\$m):	25.9

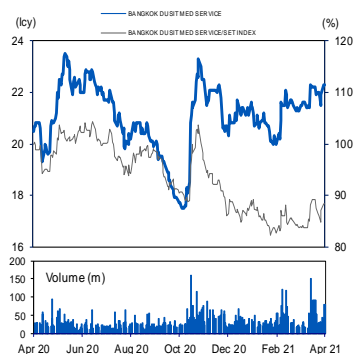
Price Performance (%)

52-week high/low	Bt23.50/Bt17.50			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
2.8	3.8	22.3	5.3	5.3

Major Shareholders

Prasarttong-osoth family	23.7
Thai NVDR	7.8
Viriya Insurance	6.0
FY21 NAV/Share (Bt)	5.73
FY21 Net Cash/Share (Bt)	0.07

PRICE CHART



Source: Bloomberg

ANALYST(S)

Kowit Pongwinyoo
+662 659 8304
kowit.p@uobkayhian.co.th

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำของสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประการการดำเนินงานที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มิได้วัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Company Update

STOCK IMPACT

● **คาดการณ์ 1Q21 จะลดลง yoy แต่ดีขึ้น qoq** เนื่องจากการระบาดครั้งแรกของ COVID-19 กระทบ BDMS ในช่วยปลายเดือน มี.ค. 21 เราจึงคาดว่ากำไรใน 1Q21 ของ BDMS จะลดลง 9% yoy เป็น 17.9 พันลบ. แม้จะมีมาตรการลดต้นทุนที่มีประสิทธิภาพ แต่จากการขาดการประหยัดต่อขนาด (economic of scale) จะส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้น และ EBITDA margin ลดลงเหลือ 30% (1Q20: 34%) และ 20% (1Q20: 23%) ตามลำดับ และจากการที่ไม่ได้รับส่วนแบ่งกำไรจากการถือหุ้น 23% ใน บริษัทร่วม BH เนื่องจาก BDMS ขายหุ้นทั้งหมดใน BH ในสิ้นปี 20 เราคาดว่ากำไรสุทธิใน 1Q21 จะลดลง 41% yoy เป็น 1.5 พันลบ. เนื่องจากเราคาดว่ารายได้ผู้ป่วยในประเทศจะเติบโตอย่าง ต่อเนื่องจากใน 4Q20 ทำให้เราคาดว่าผลการดำเนินงานใน 1Q21 จะปรับตัวดีขึ้น qoq

EARNINGS REVISION/RISK

● **ปรับการคาดการณ์** เนื่องจากการติดเชื้อรอสลอกสามดูเหมือนจะสร้างรายได้ให้กับ BDMS มากขึ้น เราจึงปรับเพิ่มประมาณการรายได้และกำไรในปี 2021 และ 2022

FORECAST REVISION

(Btm)	2021F			2022F		
	Old	New	% chg	Old	New	% chg
Sales	72,362	74,393	3%	78,279	82,119	5%
Core profit	6,770	7,108	5%	7,446	8,080	9%

Source: UOB Kay Hian

● **กำไรหลักเพิ่มขึ้น yoy** แม้จะคาดว่าผลการดำเนินงานใน 1Q21 อ่อนแอ แต่รายได้ที่เพิ่มขึ้นจากฐานผู้ป่วยไทยซึ่งเป็นกระแสรายได้ส่วนใหญ่ของ BDMS และรายได้เพิ่มเติมที่เกี่ยวข้องกับ COVID-19 จะทำให้รายได้ปี 2021 เติบโต 9% yoy เป็น 74 พันลบ. ในปีหน้าคาดว่าจะรายได้จะเพิ่มขึ้นอีก 10% yoy เป็น 82 พันลบ. ซึ่งได้รับปัจจัยหนุนจากการกลับมาของผู้ป่วยต่างชาติ เนื่องจากเป้าหมายของ BDMS ไม่ได้ต้องการ maximize profit จากการให้บริการที่เกี่ยวข้องกับ COVID-19 เราจึงคาดว่า EBITDA margin ในปี 2021 และ 2022 จะปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อยเป็น 21% (2020: 20%) ในทั้ง 2 ปี การปรับตัวดีขึ้นนี้อาจมาจากโครงการลดค่าใช้จ่าย และมีผู้ป่วยที่มีเคลสที่ซับซ้อนมากขึ้นทั้งในประเทศ และต่างประเทศ ด้วย margin ที่ดีขึ้นเราคาดการณ์กำไรสุทธิในปี 2021 และ 2022 จะเติบโต 18% และ 14% yoy เป็น 7.1 พันลบ. และ 8.1 พันลบ. ตามลำดับ

VALUATION/RECOMMENDATION

● **เพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 26.00 บาท** เพื่อสอดคล้องกับการปรับเพิ่มรายได้และกำไร เราจึงปรับเพิ่มราคาเป้าหมายของ BDMS เป็น 26.00 บาท อิงวิธี DCF ที่ discount rate 6%

● **คงคำแนะนำซื้อ** เราคาดว่ากำไรของ BDMS จะกลับเข้าสู่โหมดการเติบโตในปีนี้ ซึ่งเป็นผลมาจาก :
 1) รายได้จากผู้ป่วยไทย ซึ่งคาดว่าจะเติบโตในปี 2021/22 ขณะที่รายได้จากผู้ป่วยต่างชาติจะเริ่มฟื้นตัวในปี 2022
 2) การให้บริการที่เกี่ยวข้องกับ COVID-19 จะช่วยเพิ่มการเติบโตของรายได้ และ
 3) การควบคุมต้นทุนที่เข้มงวดของ BDMS

SHARE PRICE CATALYST

● **ความสำเร็จในการฉีดวัคซีนต้าน COVID-19** ให้กับคนส่วนใหญ่ของประเทศ

PEER COMPARISON

Company	Ticker	PE (x) 2021F	P/B (x) 2021F	EV/EBITDA (x) 2021F	Div yield	ROE	Earnings Growth
					(%) 2021F	(%) 2021F	(%) 2021F
Bangkok Dusit	BDMS TB	49.0	3.8	22.9	1.0	7.9	17.9
Bumrungrad	BH TB	50.8	5.6	28.8	1.0	11.2	83.5
Bangkok Chain	BCH TB	34.1	6.0	18.9	1.5	16.9	10.2
Chularat	CHG TB	35.4	7.9	21.6	1.6	22.5	16.2
Vibhavadi	VIBHA TB	51.7	4.1	26.3	1.3	5.8	41.4
Raffles Medical	RFMD SP	36.8	2.3	18.8	2.2	6.4	(26.6)
IHH Healthcare	IHH MK	45.4	2.1	53.8	0.8	4.3	90.5
KPJ Healthcare	KPJ MK	27.6	2.0	12.1	1.8	7.6	23.5
Ramsay	RHC AU	32.3	4.2	13.1	0.9	8.3	117.5
Local average		49.5	4.6	25.4	1.1	8.2	28.1
Total average		42.8	3.7	28.6	1.0	7.7	61.7

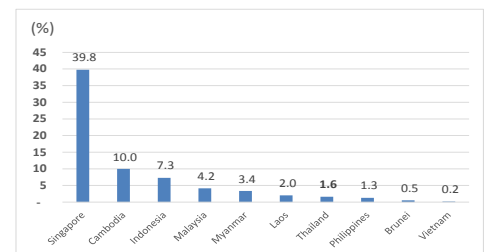
Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

1Q21 RESULTS PREVIEW

Year to 31 Dec Dec (Btm)	1Q21F	4Q20	yoy % chg	qoq % chg
Revenue	17,900	19,740	(9.3)	0.4
Gross Profit	5,450	6,706	(18.7)	(1.1)
EBITDA	3,520	4,463	(21.1)	14.6
Pre-tax Profit	2,022	2,979	(32.1)	26.2
Tax	(388)	(506)	(23.3)	33.9
Net Profit	1,528	2,568	(40.5)	(36.0)
Net Profit (Ex EI)	1,528	2,568	(40.5)	25.4
EPS (Bt)	0.10	0.16	(39.9)	(36.2)
Gross Marg. (%)	30.4	34.0		
EBITDA Marg. (%)	19.7	22.6		
Net core Marg. (%)	8.5	13.0		

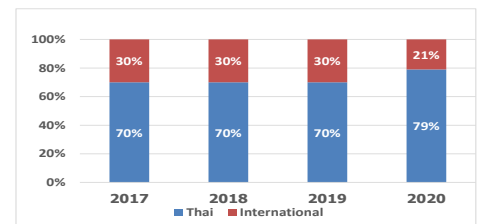
Source: BDMS, UOB Kay Hian

% OF VACCINATION TO POPULATION



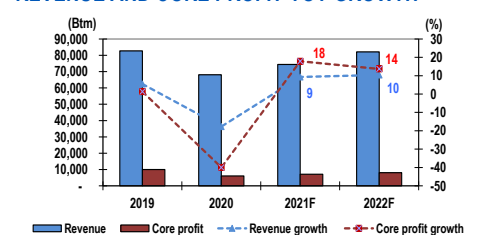
Source: BDMS, UOB Kay Hian

PATIENT REVENUE



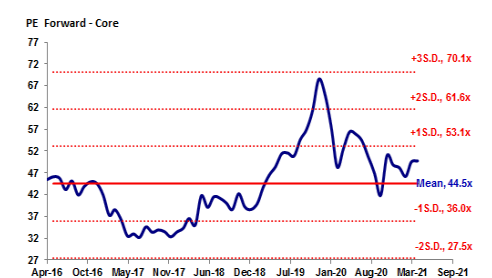
Source: BDMS, UOB Kay Hian

REVENUE AND CORE PROFIT YOY GROWTH



Source: BDMS, UOB Kay Hian

PE MEAN AND SD



Source: UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้มา โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน