

Bumrungrad Hospital

BH TB / BH.BK

21 กุมภาพันธ์ 2562

ผลประกอบการไตรมาส4/61 ตามคาด; แนวโน้มไตรมาส1/62 แข็งแกร่ง

Sector: Healthcare
OVERWEIGHT

 คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ** กึ่งกำไร

เป้าหมายพื้นฐาน: 208.00 บาท

ราคา (20/02/62): 185.50 บาท

เป็นไปตามที่เราคาด (แต่สูงกว่าตลาด)

BH รายงานกำไรหลักอยู่ที่ 967 ล้านบาทสำหรับไตรมาส4/61 เพิ่มขึ้น 4% YoY แต่ลดลง 15% QoQ ซึ่งเป็นไปตามที่เราคาด (แต่สูงกว่าที่ตลาดคาด 26% เนื่องจากรายได้ที่สูงกว่าคาด) BH ประกาศจ่ายเงินปันผลต่อหุ้นรอบสุดท้ายที่ 1.80 บาท สำหรับผลการดำเนินงานในครึ่งหลังปี 2561 (เป็นไปตามที่เราและตลาดคาด) คิดเป็นอัตราเงินปันผลเบื้องต้นที่ 1.0% (ขึ้นเครื่องหมาย XD วันที่ 6 มี.ค. และจ่ายเงินวันที่ 8 พ.ค.)

ประเด็นหลักผลประกอบการ

กำไรที่เติบโต (ระดับปานกลาง) YoY มาจากอัตรากำไรขั้นต้นธุรกิจการแพทย์ที่ขยายตัว แต่กำไรที่ปรับตัวลดลง QoQ นั้นเป็นไปตามฤดูกาล รายได้ธุรกิจการแพทย์อยู่ที่ 4.7 พันล้านบาท ทรงตัว YoY และ QoQ (แบ่งเป็นผู้ป่วยต่างชาติ 66.5% และผู้ป่วยไทย 33.5%) รายได้จากผู้ป่วยต่างชาติเติบโต 8.3% YoY กระทบผลกระทบจากรายได้ผู้ป่วยไทยที่ปรับตัวลดลง 5.4% YoY อัตรากำไรขั้นต้นธุรกิจการแพทย์อยู่ที่ 43.4% เพิ่มขึ้นจาก 41.3% ในไตรมาส4/60 แต่ลดลงจาก 46.7% ในไตรมาส 3/61 ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายอยู่ที่ 19.2% เพิ่มขึ้นจาก 18.4% ในไตรมาส4/60 และ 18.3% ในไตรมาส3/61 BH ยังคงรักษาระดับเงินสดสุทธิทั้งเงินสดและสินทรัพย์ใกล้เคียงเงินสดไว้อยู่ที่ 9 พันล้านบาท ณ สิ้นปี 2561

แนวโน้ม

เราคาดว่า BH จะทำกำไรหลักไตรมาส1/62 ดีที่สุดเป็นอันดับสองของปีนี้ เพิ่มขึ้น 3-5% YoY (แม้ว่าฐานสูงในไตรมาส1/61 ที่ 1.09 พันล้านบาท) และ 15-20% QoQ (ตามฤดูกาล) โดยปกติอุปสงค์ธุรกิจการแพทย์ในเดือนม.ค.-มี.ค. จะขยายตัว QoQ และสูงที่สุดเป็นอันดับสองของปี (ปกติไตรมาสที่ดีที่สุดคือเดือนก.ค.-ก.ย.) เราคาดว่ารายได้ธุรกิจการแพทย์จะปรับตัวเพิ่มขึ้น YoY และ QoQ เป็นตัวเลขหลักเดียวในไตรมาส1/62 ซึ่งจะช่วยหนุนให้อัตรากำไรหลักของบริษัทขยายตัว

สิ่งที่เปลี่ยนแปลง

เราประมาณการกำไรหลักเติบโตที่ 6% สำหรับปี 2562 ซึ่งได้แรงหนุนจากรายได้ธุรกิจการแพทย์ที่ขยายตัว 5% เนื่องจากกลยุทธ์เน้นการรักษาโรคซับซ้อนและการปรับขึ้นค่าบริการรายปีในเดือนม.ค. เราคาดว่าอัตรากำไรหลักจะยังคงแข็งแกร่งในปี 2562 เนื่องจากการควบคุมต้นทุน, ประสิทธิภาพการดำเนินงานที่ดีขึ้น และสัดส่วนเคสที่มีอัตรากำไรสูงที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น เราไม่คิดว่าจะมีการเข้าซื้อกิจการใหม่ แม้ว่างบการเงินที่แข็งแกร่งของ BH (สถานะเงินสดสุทธิ) "Beta project" ซึ่งเป็นโครงการร่วมทุนกับ บริษัท มั่นคงเคหะการ จำกัด (มหาชน) คาดว่าจะเปิดให้บริการในไตรมาส1/63 (เรายังไม่ได้รวมเข้าไปในประมาณการ)

คำแนะนำ

นักลงทุนสามารถซื้อในกำไรที่เติบโตและอัตรากำไรที่แข็งแกร่งของ BH ได้ในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา forward PER (1 ปี) อยู่ในช่วง 30-33 เท่า สอดคล้องกับกำไรที่เติบโตเป็นตัวหลักเดียวตั้งแต่ปี 2559 ปัจจุบันหุ้นถูกซื้อขายกันอยู่ในระดับต่ำที่สุดที่ PER ปี 2562 ที่ 30.7 เท่า (ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยธุรกิจการแพทย์โลกเล็กน้อยที่ 31.1 เท่า) เรายังคงคำแนะนำ **ซื้อ** กึ่งกำไร ด้วยราคาเป้าหมาย 208 บาท (ต่ำกว่ามูลค่าด้วยวิธีคิดกระแสเงินสด DCF, อ้างอิงจากค่า WACC ที่ 7.5% และ terminal growth rate ที่ 2.0%)

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2018	2019E	2020E	2021E
Revenues (Btm)	18,264	19,452	20,770	22,431
Net profit (Btm)	4,152	4,410	4,853	5,441
EPS (Bt)	5.69	6.04	6.65	7.45
EPS growth (%)	+5.3%	+6.2%	+10.0%	+12.1%
Core profit (Btm)	4,157	4,415	4,858	5,447
Core EPS (Bt)	5.69	6.05	6.65	7.46
Core EPS growth (%)	+5.2%	+6.2%	+10.0%	+12.1%
PER (x)	32.7	30.7	27.9	24.9
PBV (x)	7.2	6.5	5.8	5.2
Dividend (Bt)	2.9	3.0	3.3	3.7
Dividend yield (%)	1.6	1.6	1.8	2.0
ROE (%)	23.8	22.5	22.2	22.2

CG/Anti-corruption



นฤมล เอกสมุทร

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

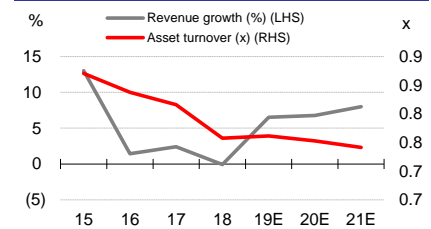
Narumon.e@bualuang.co.th

+66 2 618 1345

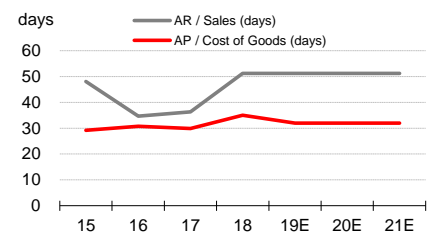
BH: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Revenue	18,279	18,264	19,452	20,770	22,431
Cost of sales and services	(10,460)	(10,046)	(10,796)	(11,528)	(12,427)
Gross profit	7,820	8,218	8,656	9,243	10,004
SG&A	(3,129)	(3,288)	(3,393)	(3,447)	(3,498)
EBIT	4,691	4,930	5,263	5,796	6,506
Interest expense	(150)	(165)	(170)	(170)	(170)
Other income/exp.	247	277	282	288	294
EBT	4,788	5,042	5,376	5,915	6,630
Corporate tax	(841)	(880)	(956)	(1,052)	(1,179)
After-tax net profit (loss)	3,947	4,161	4,420	4,863	5,451
Minority interest	3	(4)	(4)	(4)	(4)
Equity earnings from affiliates	4	(0)	(0)	(0)	(0)
Extra items	(9)	(5)	(5)	(5)	(5)
Net profit (loss)	3,944	4,152	4,410	4,853	5,441
Reported EPS	5.40	5.69	6.04	6.65	7.45
Fully diluted EPS	5.40	5.69	6.04	6.65	7.45
Core net profit	3,953	4,157	4,415	4,858	5,447
Core EPS	5.41	5.69	6.05	6.65	7.46
EBITDA	5,896	6,109	6,450	6,958	7,655
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	2.4	(0.1)	6.5	6.8	8.0
Gross margin (%)	42.8	45.0	44.5	44.5	44.6
EBITDA margin (%)	32.3	33.5	33.2	33.5	34.1
Operating margin (%)	25.7	27.0	27.1	27.9	29.0
Net margin (%)	21.6	22.7	22.7	23.4	24.3
Core profit margin (%)	21.6	22.8	22.7	23.4	24.3
ROA (%)	17.6	17.2	17.3	17.6	18.0
ROCE (%)	20.4	19.9	19.7	19.6	19.9
Asset turnover (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
Current ratio (x)	2.9	4.2	4.5	5.3	6.2
Gearing ratio (x)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Interest coverage (x)	31.3	29.9	31.0	34.2	38.4
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	8,268	9,007	9,540	12,044	14,805
Accounts receivable	1,819	2,561	2,727	2,912	3,145
Inventory	308	392	417	446	481
PP&E-net	11,784	11,256	12,120	11,913	11,704
Other assets	1,305	1,534	1,534	1,534	1,534
Total assets	23,484	24,749	26,338	28,849	31,668
Accounts payable	857	965	947	1,011	1,089
ST debts & current portion	1,186	0	0	0	0
Long-term debt	2,508	2,512	2,512	2,512	2,512
Other liabilities	2,228	2,528	1,913	1,913	1,913
Total liabilities	6,779	6,004	5,372	5,436	5,515
Paid-up capital	730	730	730	730	730
Share premium	286	286	286	286	286
Retained earnings	14,757	16,882	19,100	21,541	24,278
Shareholders equity	16,402	18,455	20,673	23,114	25,851
Minority interests	303	290	294	298	303
Total Liab.&Shareholders' equity	23,484	24,749	26,339	28,848	31,669
CASH FLOW (Btm)					
Net income	3,944	4,152	4,410	4,853	5,441
Depreciation and amortization	1,206	1,180	1,188	1,162	1,149
Change in working capital	(150)	(879)	(210)	(149)	(190)
FX, non-cash adjustment & others	243	281	6,056	191	191
Cash flows from operating activities	5,243	4,734	11,443	6,057	6,592
Capex (Invest)/Divest	(1,663)	(891)	(2,051)	(956)	(940)
Others	(4,204)	(540)	(196)	(196)	(198)
Cash flows from investing activities	(5,868)	(1,431)	(2,247)	(1,152)	(1,138)
Debt financing (repayment)	0	(1,000)	9	10	11
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(1,859)	(2,043)	(2,192)	(2,412)	(2,704)
Others	(4,204)	(540)	(196)	(196)	(198)
Cash flows from financing activities	(2,061)	(3,245)	(2,183)	(2,402)	(2,693)
Net change in cash	(2,686)	58	7,013	2,504	2,761
Free cash flow (Btm)	3,580	3,843	9,392	5,102	5,653
FCF per share (Bt)	4.9	5.3	12.9	7.0	7.7
KEY ASSUMPTIONS	2017	2018	2019E	2020E	2021E
OPD volume change (YoY)	1%	4%	2%	-2%	2%
IPD volume change (YoY)	6%	-6%	11%	-4%	2%
Change in core margin(YoY)	2.2%	-0.1%	2.0%	0.9%	1.4%

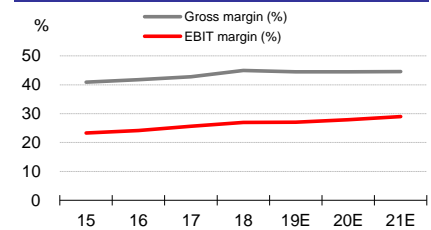
Revenue growth and asset turnover



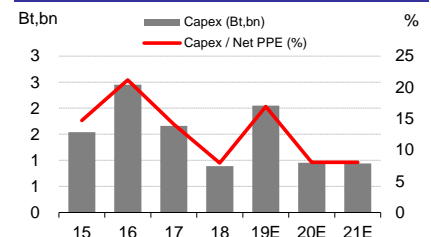
A/C receivable & A/C payable days



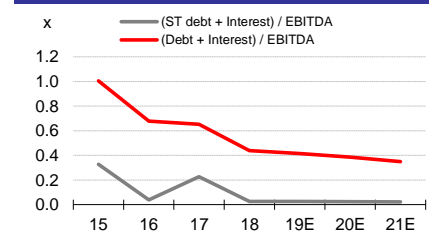
Profit margins



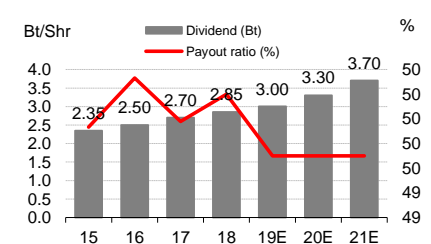
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



BH: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Revenue	4,721	4,621	4,239	4,693	4,710
Cost of sales and services	(2,773)	(2,553)	(2,325)	(2,501)	(2,668)
Gross profit	1,949	2,069	1,914	2,193	2,043
SG&A	(869)	(767)	(758)	(859)	(904)
EBIT	1,080	1,302	1,156	1,333	1,139
Interest expense	(35)	(39)	(41)	(43)	(43)
Other income/exp.	66	73	69	68	67
EBT	1,111	1,336	1,185	1,359	1,163
Corporate tax	(181)	(248)	(212)	(227)	(192)
After-tax net profit (loss)	930	1,087	972	1,131	970
Minority interest	(1)	(2)	(1)	2	(3)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	(0)	(0)
Extra items	(6)	(6)	(0)	(4)	5
Net profit (loss)	923	1,079	972	1,129	972
Reported EPS	1.26	1.48	1.33	1.55	1.33
Fully diluted EPS	1.26	1.48	1.33	1.55	1.33
Core net profit	929	1,085	972	1,133	967
Core EPS	1.27	1.49	1.33	1.55	1.33
EBITDA	1,458	1,676	1,516	1,689	1,505

KEY RATIOS

Gross margin (%)	41.3	44.8	45.2	46.7	43.4
EBITDA margin (%)	30.9	36.3	35.8	36.0	32.0
Operating margin (%)	22.9	28.2	27.3	28.4	24.2
Net margin (%)	19.6	23.3	22.9	24.1	20.6
Core profit margin (%)	19.7	23.5	22.9	24.1	20.5
BV (Bt)	22.9	24.3	24.0	24.3	25.7
ROE (%)	22.5	24.7	22.6	25.9	21.1
ROA (%)	15.7	17.1	16.1	18.4	17.7
Current ratio (x)	0.6	2.1	1.8	1.4	1.3
Gearing ratio (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
Interest coverage (x)	30.8	33.7	28.2	31.2	26.5

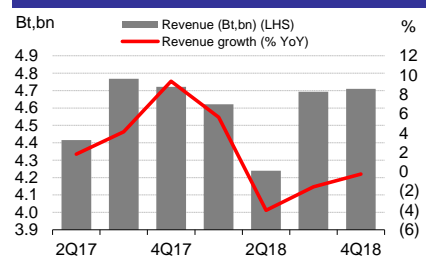
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	8,268	9,642	8,679	9,026	9,007
Accounts receivable	1,819	1,887	2,074	2,268	2,561
Inventory	308	511	383	387	392
PP&E-net	11,784	11,625	11,492	11,361	11,256
Other assets	1,305	1,539	1,538	1,486	(1,213)
Total assets	23,484	25,203	24,165	24,528	22,002
Accounts payable	857	1,244	696	832	965
ST debts & current portion	1,186	1,166	1,166	1,167	0
Long-term debt	2,508	2,508	2,509	2,510	2,512
Other liabilities	2,228	2,526	2,292	2,269	2,528
Total liabilities	6,779	7,443	6,664	6,778	6,004
Paid-up capital	730	730	730	730	730
Share premium	0	730	730	730	730
Retained earnings	14,665	15,736	15,459	15,777	16,789
Shareholders equity	16,402	17,459	17,195	17,459	18,455
Minority interests	303	301	306	291	290
Total Liab.&Shareholders' equity	23,484	25,203	24,165	24,528	24,749

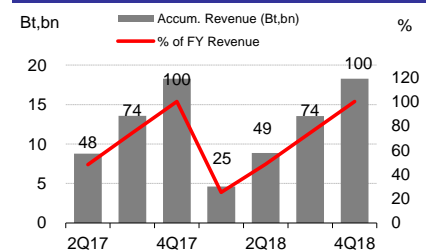
KEY STATS

Foreign	4%	5%	-4%	-1%	8%
Thai	7%	7%	-6%	-7%	-5%
Change in core margin, YoY	0.7%	0.5%	1.1%	1.9%	0.9%

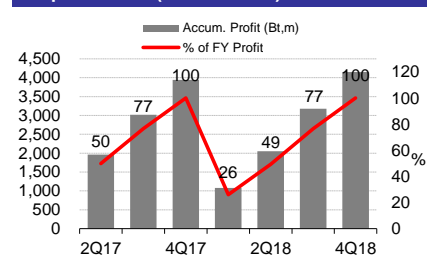
Revenue trend



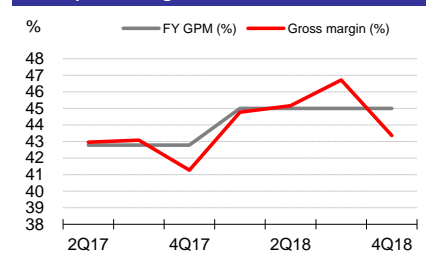
Revenue trend (accumulated)



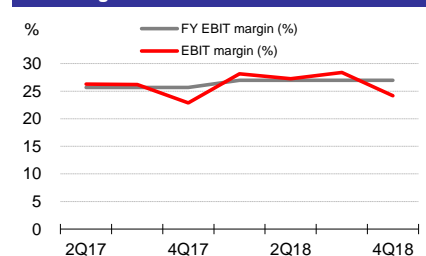
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



Company profile

Bumrungrad Hospital Plc (BH) is a leading private healthcare provider in Thailand and in Southeast Asia, providing a full range of services for both outpatients and inpatients. The company was the first hospital in Asia to receive US standard accreditation from the Joint Commission for International Accreditation (JCIA). The revenue breakdown by nationality in 2016 was 64% foreign patients, 36% Thai patients (high-end segment). BH had 563 licensed inpatient beds and the capacity for more than 5,500 outpatients per day.

Figure 1 : 4Q18 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	4Q18	4Q17	YoY %	3Q18	QoQ %	2018	2017	YoY %	2018 vs. FY18E
Income Statement									
Revenue	4,710	4,721	(0)	4,693	0	18,264	18,279	(0)	100
Cost of sales and services	(2,668)	(2,773)	(4)	(2,501)	7	(10,046)	(10,460)	(4)	100
EBITDA	1,505	1,458	3	1,689	(11)	6,386	6,144	4	105
EBIT	1,139	1,080	5	1,333	(15)	4,930	4,691	5	100
Interest expense	(43)	(35)	22	(43)	1	(165)	(150)	10	100
Other income/exp.	67	66	1	68	(2)	277	247	12	100
Equity earnings from affiliates	(0)	0	(100)	(0)	nm	(0)	4	(100)	-
Extra items	5	(6)	nm	(4)	nm	(5)	(9)	nm	
EBT	1,163	1,111	5	1,359	(14)	5,042	4,788	5	100
Corporate tax	(192)	(181)	6	(227)	(15)	(880)	(841)	5	
Minority interest	(3)	(1)	0	2	0	(4)	3	0	
Net profit (loss)	972	923	5	1,129	(14)	4,152	3,944	5	100
Reported EPS	1.33	1.26	5	1.55	(14)	5.69	5.40	5	
Core net profit	967	929	4	1,133	(15)	4,157	3,953	5	100
Key ratios									
Gross margin (%)	43.4	41.3		46.7		45.0	42.8		
EBITDA margin (%)	32.0	30.9		36.0		35.0	33.6		
EBIT margin (%)	24.2	22.9		28.4		27.0	25.7		
Tax rate (%)	16.5	16.3		16.7		17.5	17.6		
Net margin (%)	20.6	19.6		24.1		22.7	21.6		
Current ratio (x)	1.3	0.6		1.4		1.3	0.6		
Gearing ratio (x)	0.1	0.2		0.2		0.1	0.2		
Interest coverage (x)	26.5	30.8		31.2		29.9	31.3		
Balance Sheet									
Cash & Equivalent	9,007	8,268	9	9,026	(0)				
Total assets	22,002	23,484	(6)	24,528	(10)				
ST debts & current portion	0	1,186	0	1,167	0				
Long-term debt	2,512	2,508	0	2,510	0				
Total liabilities	6,004	6,779	(11)	6,778	(11)				
Retained earnings	16,789	14,665	14	15,777	6				
Shareholders equity	18,455	16,402	13	17,459	6				
Minority interests	290	303	0	291	0				
BV (Bt)	25.7	22.9	12	24.3	6				

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Bualuang Securities Public Company Limited

DISCLAIMER

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.






BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIPS WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein, This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY ACT AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DWs, AND ISSUER OF STRUCTURED NOTES ON THESE SECURITIES. The company may prepare the research reports on those underlying securities. Investors should carefully read the details of the derivative warrants and structured notes in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED IS OR MAY BE AN UNDERWRITER/CO-UNDERWRITER/JOINT LEAD IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF SECURITIES.

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter

CG Rating

Score Range	Score Range	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 00359		Pass
Below 50	No logo given	N/A

Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors

- companies that have **declared** their intention to join CAC, and
- companies **certified** by CAC.

CORPORATE GOVERNANCE REPORT DISCLAIMER

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

Corporate Governance Report disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association (IOD) regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The IOD survey is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Bualuang Securities Public Company Limited neither confirms nor certifies the accuracy of such survey results.

“Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, Bualuang Securities Public Company Limited neither confirms, verifies, nor certifies the accuracy and completeness of the assessment result.”

BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK

STOCK RECOMMENDATIONS

BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.

HOLD: Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.

SELL: Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.

TRADING BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

SECTOR RECOMMENDATIONS

OVERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

NEUTRAL: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

UNDERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.