

กรุงเทพดุสิตเวชการ

เพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นใน BH เป็น
20.28%

Healthcare
Overweight

BUALUANG RESEARCH

นฤมล เอกสมุทร
narumon.e@bualuang.co.th
+66 2 618 1345

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อเก็งกำไร**
เป้าหมายพื้นฐาน: 87.00 บาท
ราคา (13/03/12): 82.00 บาท

ประเด็นใหม่: BGH จ่ายเงิน 2.2 พันล้านบาทเพื่อซื้อหุ้น BH จำนวน 44.2 ล้านหุ้น (คิดเป็น 6.05% ของหุ้นทั้งหมด) ทำให้สัดส่วนการถือหุ้นใน BH เพิ่มขึ้นจาก 14.25% เป็น 20.28% โดยผู้ขายคือ นักลงทุนในส่วนของ NVDR โดยทางบริษัทรายงานต่อตลาดว่าธุรกรรมดังกล่าวเกิดขึ้นโดยวัตถุประสงค์เพื่อการลงทุนเท่านั้น โดยบริษัทไม่ได้มีแผนในการเข้าไปข้องเกี่ยวกับการดำเนินกิจการแต่อย่างใด

ราคาสมเหตุสมผล: ราคาซื้อเฉลี่ยอยู่ที่ 50.56 บาทต่อหุ้น ซึ่งคิดเป็น PER ปี 2555 ที่ 19.6 เท่า แม้ว่าราคาซื้อในครั้งนี้จะสูงกว่าที่ BGH เคยซื้อหุ้น BH ก่อนหน้านี้ในช่วงเดือน ก.พ. 2554 (ที่ประมาณ 33 บาทต่อหุ้น คิดเป็น PER ปี 2554 ที่ 15.6 เท่า) แต่เรามองว่าราคาดังกล่าวไม่แพง PER ที่ 19.6 เท่านี้ยังต่ำกว่า PER ของ BGH ที่ 26.6 เท่า และต่ำกว่าค่าเฉลี่ยภูมิภาคของกลุ่มการแพทย์ที่ 21.9 เท่า ให้สังเกตว่า BH เป็นโรงพยาบาลที่มีประสิทธิภาพมากที่สุดในกลุ่ม โดย ROE สูงที่สุดในกลุ่ม

หนี้สินเพิ่มขึ้นเล็กน้อย: แหล่งที่มาของเงินทุนมาจากการกู้ยืมและเงินสดภายในกิจการที่อัตราส่วน 80:20 โดยผลกระทบต่อฐานะทางการเงินนั้นน้อยมาก เราคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสุทธิจะเพิ่มขึ้นจาก 0.32 เท่า ณ สิ้นปี 2554 เป็น 0.37 เท่า ณ สิ้นปี 2555

เปลี่ยนวิธีบันทึกบัญชีเป็นแบบส่วนแบ่งกำไร
กำไรหลักสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในไตรมาส 1/55: การบันทึกบัญชีสำหรับเงินลงทุนในบริษัทรวมและพอร์ตเงินลงทุนจะเปลี่ยนแปลงจากวิธีจากราคาหุ้น (รับรู้แค่เงินปันผล) เป็นวิธีส่วนได้เสีย (รับรู้ส่วนแบ่งกำไร) โดยส่วนแบ่งกำไรจะเริ่มเข้ามาตั้งแต่วันที่ 8 มี.ค. 2555 เป็นต้นไป กำไรจาก BH ที่เข้ามาประมาณ 1 เดือน จะทำให้กำไรหลักของ BGH สูงสุดเป็นประวัติการณ์ในไตรมาส 1/55

ปรับเพิ่มประมาณการ: เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 ขึ้น 4% (โดยกำไรต่อหุ้นใหม่จะอยู่ที่ 3.20 บาทในปี 2555 และ 3.79 บาทในปี 2556) นอกจากนี้เรายังได้รวมส่วนแบ่งกำไร 20.28% จาก BH เข้าไปในประมาณการกำไรในระยะยาว

คำแนะนำ: การซื้อหุ้นดังกล่าวจะหนุนกำไรสุทธิของ BGH โดย BH เป็นโรงพยาบาลที่มีประสิทธิภาพในการดำเนินงานสูง (อัตรากำไรสุทธิสูงมากที่ 14% ในปี 2554 เมื่อเทียบกับ 11.1% สำหรับ BGH)

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	35,224	39,570	42,848	46,259
Net profit (Btm)	5,885	4,943	5,865	6,924
EPS (Bt)	3.81	3.20	3.79	4.48
BLS/Consensus (x)	n.m.	0.97	0.97	0.96
EPS growth (%)	+106.7%	-16.0%	+18.6%	+18.1%
Core profit (Btm)	3,907	4,943	5,865	6,924
Core EPS (Bt)	2.53	3.20	3.79	4.48
Core EPS growth (%)	+37.3%	+26.5%	+18.6%	+18.1%
PER (x)	21.5	25.6	21.6	18.3
Core PER (x)	32.4	25.6	21.6	18.3
EV/EBITDA (x)	19.8	16.7	14.2	12.4
PBV (x)	3.8	3.5	3.2	2.9
Dividend (Bt)	1.19	1.50	1.78	2.11
Dividend yield (%)	1.4	1.8	2.2	2.6
ROE (%)	24.7	14.7	15.9	17.0
Net gearing (x)	0.4	0.4	0.2	0.1

CG Rating - 2011

N/A

และได้มีชื่อเสียงอย่างมากในกลุ่มผู้ป่วยต่างชาติ) เราได้ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2555 ของ BGH เป็น 87 บาท (จาก 83 บาท) เพื่อสะท้อนการปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิ เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อเก็งกำไร” สำหรับ BGH สัดส่วนการถือหุ้นใน BH ที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้ PER ปี 2555 ของ BGH ลดลงจาก 26.6 เท่าเป็น 25.6 เท่า

Figure 1: Forecast changes

Btm	2012e			2013e		
	Old	New	% chg	Old	New	% chg
Revenue	39,570	39,570	0%	42,848	42,848	0%
Core profit	4,767	4,943	4%	5,636	5,865	4%
Core EPS (Bt)	3.08	3.20	4%	3.65	3.79	4%
Net EPS (Bt)	3.81	3.81	0%	3.65	3.79	4%
DPS (Bt)	1.19	1.19	0%	1.45	1.50	4%
Div Yield	15%	14%	0.0%	18%	18%	0.1%
Profit contribution from BH	137	302	120%	161	447	178%
Gross margin	37.7%	37.7%	0.0%	37.7%	37.7%	0.0%
Net margin	12.0%	12.5%	0.4%	13.2%	13.7%	0.5%

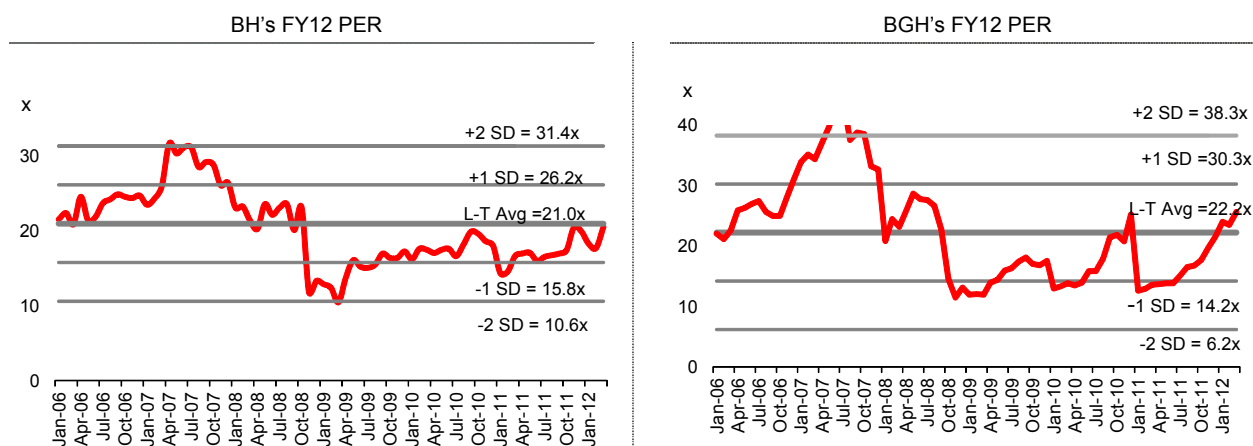
Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 2: Regional healthcare valuations

	Bloomberg Code	PER (x)		PBV (x)		EPS chg (YoY)		Div yield		ROE	
		2011A	2012e	2011A	2012e	2011A	2012e	2011A	2012e	2011A	2012e
Australia											
RAMSAY HLTH CARE	RHCAU Equity	24.5	21.2	2.8	2.6	-	21%	2.8%	3.3%	17%	18%
India											
APOLLOHOSP.-A	APHSIN Equity	45.4	34.5	4.3	3.3	-	23%	0.8%	0.7%	10%	11%
Malaysia											
KPJ HEALTHCARE	KPJ MK Equity	23.8	19.2	3.2	3.0	0%	24%	2.5%	2.9%	15%	16%
Newzealand											
RYMAN	RYM NZ Equity	15.4	13.3	2.9	2.3	-	19%	2.5%	2.8%	15%	14%
WAKEFIELD HEALTH	WFD NZ Equity	-	-	-	-	23%	10%	-	-	7%	6%
Singapore											
RAFFLES MED GRP	RFMD SP Equity	24.5	21.2	3.8	3.4	17%	14%	15%	15%	17%	17%
Thailand											
BUMROONRAD HOSPITAL*	BH TB Equity	25.1	20.5	5.7	5.1	20%	22%	2.1%	2.4%	24%	26%
BKKDUSIT MED *	BGH TB Equity	215	25.6	3.8	3.5	37%	27%	1.2%	1.5%	16%	14%
BANGKOK CHAIN	KH TB Equity	211	18.4	3.7	3.4	-1%	8%	2.8%	3.4%	20%	20%
Mean-ex Thailand		26.7	21.9	3.4	2.9	13%	19%	2.0%	2.2%	13%	14%

Sources: Reuters, Company data, Bualuang Research

Figure 5: BH's and BGH's PERs



Sources: SETSMART, Company data, Bualuang Research

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 RELATIONSHIP 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.

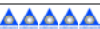



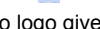
BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DERIVATIVE WARRANTS on the securities ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BIGC, BJC, BLA, CPALL, CPF, DTAC, ESSO, HMPRO, IRPC, IVL, KBANK, KK, KTB, LH, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TPIPL, TRUE, TUF. Before making an investment decision over a derivative warrant, a potential investor should carefully read the prospectus for the details of the said derivative warrant.

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 survey of the IOD 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 base 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 does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

Score Range	Number of Logo	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	N/A

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.