

โรงพยาบาลบำรุง ราษฎร์

Healthcare
Neutral

ซึ่งซื้อก่อนกำไรทำลายสถิติสูงสุด

ประเด็นการลงทุน: เราคงคำแนะนำซื้อสำหรับ BH ด้วยราคาเป้าหมายปี 2556 ที่ 98 บาทอ้างอิงจากส่วนลด 20% จากมูลค่าค่าความด้วยวิธี DCF (โดยใช้ WACC ที่ 10% และ terminal growth 2%) ในระยะกลางเรามองว่ากำไรไตรมาส 2-3/55 จะดีโดดเด่นกว่าตลาดรวมและบริษัทจะรายงานกำไรทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ได้ในไตรมาส 3/55 อีกทั้งเรายังเห็นโอกาสที่กำไรอาจดีกว่าที่คาดจากการขยายกิจการเพิ่มเติม (รวมถึงโอกาสในการซื้อกิจการ) สำหรับมูลค่าของ BH ยังมีโอกาสให้ปรับขึ้นไปซื้อขายที่ระดับมูลค่าสูงขึ้นได้อีก เนื่องจากข้อขายที่เพียง PEG ที่ 0.7 เท่าต่ำกว่าในอดีตที่เคยซื้อขายในช่วงเดือน ส.ค.-ธ.ค. 2545 ที่ 0.8-1.0 เท่า ปัจจุบันหุ้นซื้อขายที่ PER ปี 2555 ที่ 21 เท่าต่ำกว่าค่าเฉลี่ยโรงพยาบาลระดับสากลที่ 24 เท่า

กำไรสุทธิไตรมาส 2-3/55 จะสูงกว่าตลาด: เราคาดว่า BH จะรายงานการเติบโตของกำไรสุทธิอย่างแข็งแกร่ง YoY ในไตรมาส 2/55 ในขณะที่ตลาดมีแนวโน้มรายงานกำไรสุทธิลดลง ส่วนในไตรมาส 3/55 กำไรสุทธิจะเพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าทั้ง YoY และ QoQ ในขณะที่ตลาดจะมีการเติบโตเพียงเล็กน้อย YoY และ QoQ

คาดการณ์กำไรสุทธิไตรมาส 2/55 เติบโต 46% YoY: BH น่าจะรายงานกำไรสุทธิ 501 ล้านบาทในไตรมาส 2/55 เพิ่มขึ้น 46% YoY (แต่ลดลง 14% QoQ เนื่องจากปัจจัยฤดูกาล) ทั้งนี้หากไม่รวมรายการพิเศษในไตรมาส 2/54 (ได้แก่ผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน 50 ล้านบาทจากการลดทุนของ Bumungrad International Ltd) กำไรหลักในไตรมาส 2/55 ยังคงเติบโตได้เช่นกันที่ 28% YoY โดยการเติบโตของกำไรไตรมาส 2/55 ได้รับแรงหนุนจากการเติบโตของรายได้จากการให้บริการทางการแพทย์ 15% (ปริมาณผู้ป่วยเพิ่มขึ้น 6% และราคาเพิ่มขึ้น 9%) เราตั้งสมมติฐานว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะเพิ่มขึ้น 0.7% เป็น 40.8% ส่วนภาษีนิติบุคคลลดลงเป็น 23% จาก 30% ซึ่งจะมากกว่าผลของค่าแรงที่เพิ่มขึ้นในไตรมาส 2/55

ทั้งกำไรหลักและกำไรสุทธิในไตรมาส 3/55 จะทำลายสถิติ: คาดกำไรหลักในไตรมาส 3/55 จะเป็นจุดที่สูงที่สุดของปีและสูงที่สุดทำสถิติใหม่หนุนโดยช่วงไฮซีซั่นของผู้ป่วยชาวตะวันออกกลางและหน้าฝน เราคาดว่ากำไรหลักจะเติบโต 30% YoY และ 20% QoQ ส่วนกำไรสุทธิในไตรมาส 3/55 เราคาดว่าจะสูงที่สุดทำสถิติใหม่เช่นกันที่อย่างน้อย 1.2 พันล้านบาท โดยเพิ่มขึ้นถึงกว่า 170% YoY และ 150% QoQ หนุนโดยกำไรจากการขายเงินลงทุนใน KH ในเดือน ก.ค. จำนวน 676 ล้านบาท

BUALUANG RESEARCH

นฤมล เอกสมุทร
narumon.e@bualuang.co.th
+66 2 618 1300

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 98.00 บาท
ราคา (06/08/12): 78.00 บาท

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt56.8๓bn		
12-mth price range	Bt34.25/Bt85.50		
12-mth avg daily volume	Bt73.07m		
# of shares (m)	728.4		
Est. free float (%)	40.6		
Foreign limit (%)	49.0		
Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(4.7)	29.7	109.2
Absolute	(4.0)	27.9	121.3

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	11,015	12,645	14,398	16,157
Net profit (Btm)	1,664	2,693	2,375	2,835
EPS (Bt)	2.28	3.69	3.25	3.88
BLS/Consensus (x)	n.m.	1.28	1.13	1.34
EPS growth (%)	+33.1%	+61.9%	-11.8%	+19.4%
Core profit (Btm)	1,543	2,016	2,375	2,835
Core EPS (Bt)	2.11	2.76	3.25	3.88
Core EPS growth (%)	+20.3%	+30.7%	+17.8%	+19.4%
PER (x)	34.2	21.1	24.0	20.1
Core PER (x)	36.9	28.2	24.0	20.1
EV/EBITDA (x)	23.7	18.0	15.4	13.1
PBV (x)	8.5	7.2	6.2	5.4
Dividend (Bt)	1.10	1.84	1.63	1.94
Dividend yield (%)	1.4	2.4	2.1	2.5
ROE (%)	26.0	36.7	27.8	28.8
Net gearing (x)	0.5	(0.1)	(0.2)	(0.2)

CG Rating - 2011



Company profile

BH is a leading Thai healthcare provider with a full range of services for both outpatients and inpatients. It operates a premium hospital that caters to foreign patients and upper mid range to high-end Thai patients. The company was the first hospital in Asia to receive US standard accreditation from the Joint Commission for International Accreditation (JCIA).

สถานะการเงินแข็งแกร่งที่สุดอย่างไม่เคยมีมาก่อน: เนื่องจากเงินสดจากการขายเงินลงทุนใน KH จำนวนถึง 3.6 พันล้านบาท, ทำให้เราคาดว่า BH จะรายงานสถานะเงินสดสุทธิ ณ สิ้นเดือน ก.ย. โดยเงินสดในมือดังกล่าวคาดว่าจะใช้ในการขยายกิจการเพิ่มเติม โดยเราได้ทำการวิเคราะห์ความอ่อนไหวเพื่อจะวัดแนวโน้มในการขยายกิจการ หากอ้างอิงจากต้นทุนการขายเตียงผู้ป่วยใน ที่ 10-20 ล้านบาทต่อเตียง เราคาดว่า BH จะมีความสามารถเพิ่มความสามารถในการรองรับผู้ป่วยได้อีกถึง 51-67% โดยไม่ผิดข้อตกลงกับเจ้าหนี้และไม่ต้องเพิ่มทุน

Figure 1: BH's bottom-line in 2Q-3Q12 will beat the SET in both YoY and QoQ terms

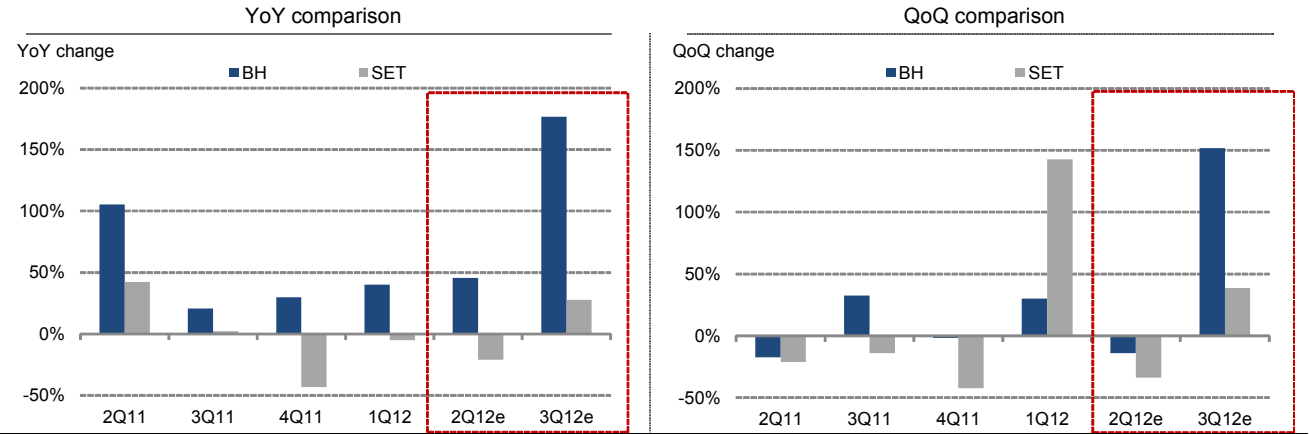


Figure 2: BH will report all-time high profits for 3Q12 and 2012

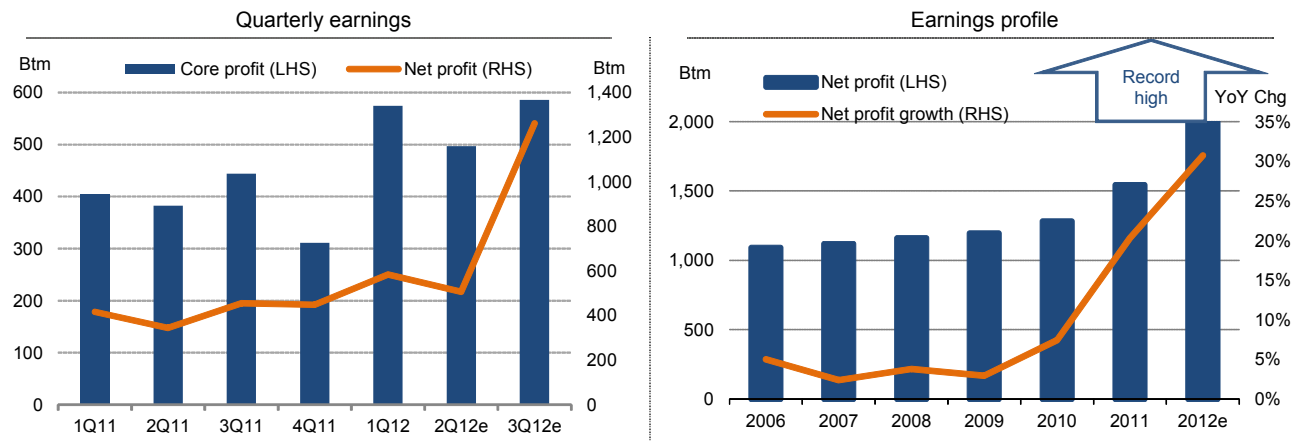


Figure 3: BH will present the cleanest balance sheet in its history at end-Sept 2012 (cash allocated for expansion)

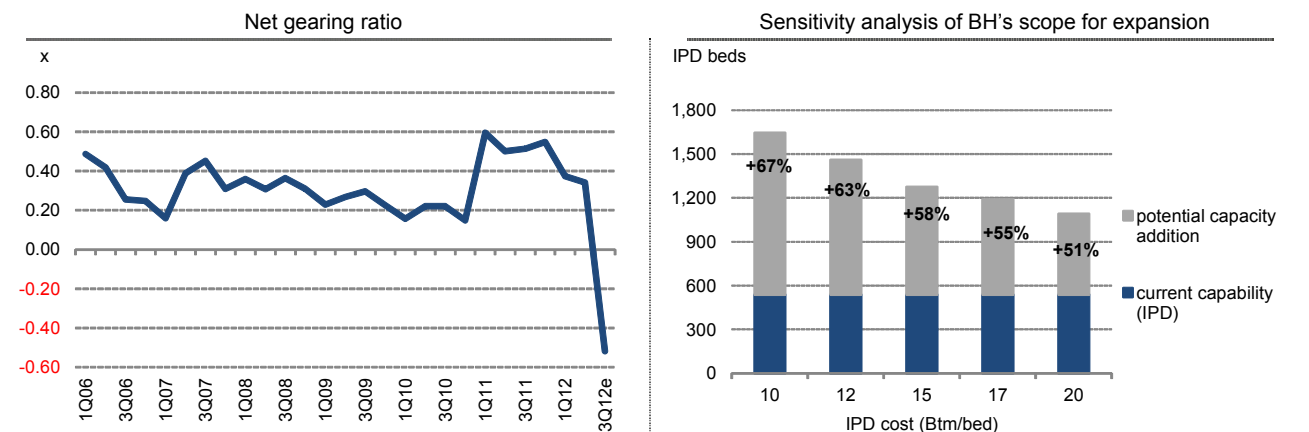
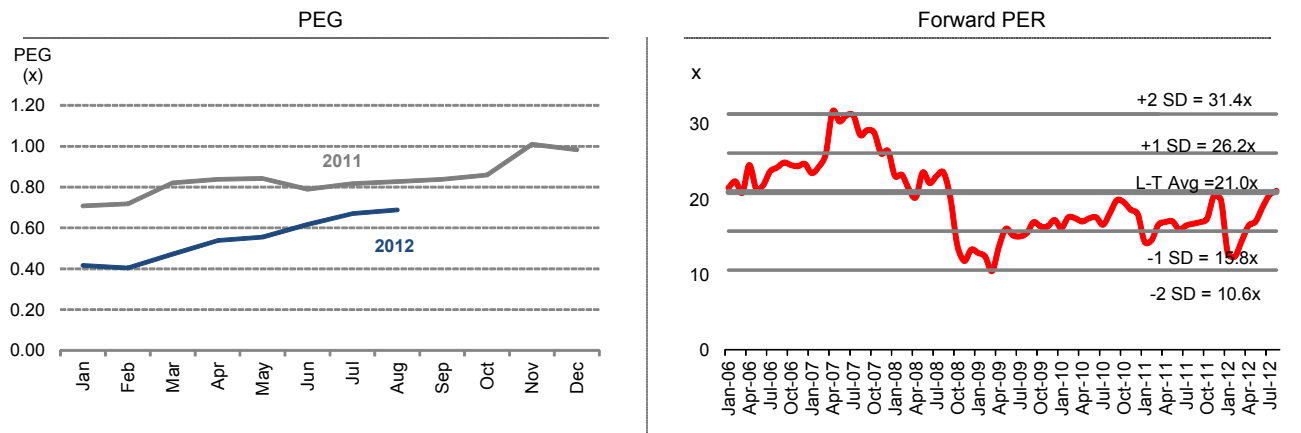
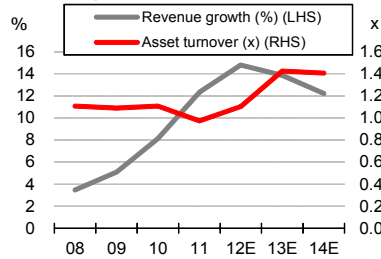


Figure 4: BH's multiples have room to be re-rated

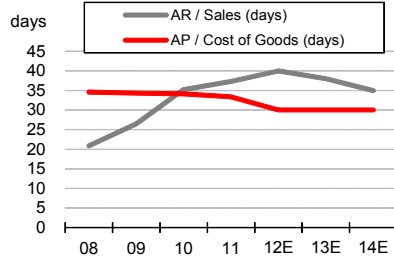


Sources: SETSMART, Company data, Bualuang Research

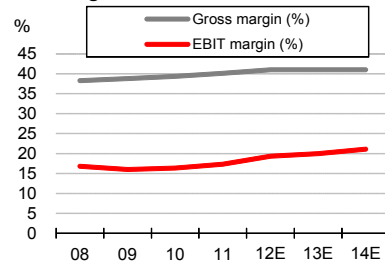
Revenue growth and asset turnover



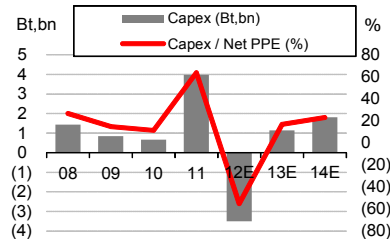
A/C receivable & A/C payable days



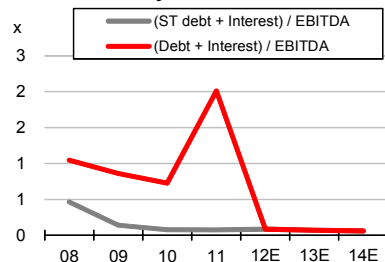
Profit margins



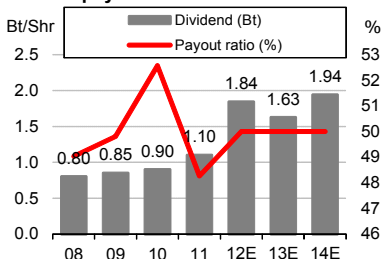
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout

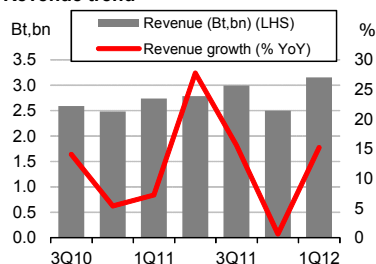


Financial tables

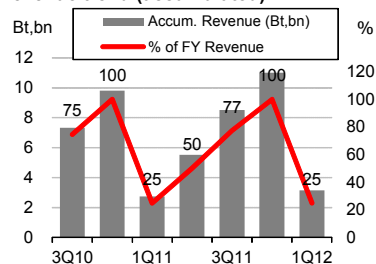
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
PROFIT & LOSS (Btm)					
Revenue	9,806	11,015	12,645	14,398	16,157
Cost of sales and services	(5,944)	(6,599)	(7,461)	(8,495)	(9,533)
Gross profit	3,862	4,416	5,184	5,903	6,624
SG&A	(2,256)	(2,507)	(2,740)	(3,024)	(3,215)
EBIT	1,606	1,910	2,444	2,879	3,409
Interest expense	(68)	(189)	(265)	(250)	(250)
Other income/exp.	224	246	278	310	347
EBT	1,762	1,966	2,458	2,939	3,507
Corporate tax	(507)	(506)	(542)	(584)	(696)
After-tax profit (loss)	1,254	1,460	1,916	2,355	2,810
Minority interest	0	(0)	(0)	(0)	(0)
Equity earnings from affiliates	28	83	101	20	25
Extra items	(32)	121	676	0	0
Net profit (loss)	1,250	1,664	2,693	2,375	2,835
Reported EPS	1.71	2.28	3.69	3.25	3.88
Fully diluted EPS	1.76	2.11	2.76	3.25	3.88
Core net profit	1,282	1,543	2,016	2,375	2,835
Core EPS	1.76	2.11	2.76	3.25	3.88
EBITDA	2,202	2,557	3,102	3,573	4,160
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	8.1	12.3	14.8	13.9	12.2
Gross margin (%)	39.4	40.1	41.0	41.0	41.0
EBITDA margin (%)	22.5	23.2	24.5	24.8	25.8
Operating margin (%)	16.4	17.3	19.3	20.0	21.1
Net margin (%)	12.7	15.1	21.3	16.5	17.5
Core profit margin (%)	13.1	14.0	15.9	16.5	17.5
ROA (%)	14.1	14.7	23.5	23.5	24.7
ROCE (%)	17.0	17.3	27.4	27.8	28.8
Asset turnover (x)	1.1	1.0	1.1	1.4	1.4
Current ratio (x)	1.1	1.8	1.9	2.3	2.4
Gearing ratio (x)	0.3	0.7	0.0	0.0	0.0
Interest coverage (x)	23.5	10.1	9.2	11.5	13.6
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	627	1,261	1,163	1,875	2,277
Accounts receivable	946	1,126	1,386	1,499	1,549
Inventory	218	266	243	237	221
PP&E-net	5,785	6,242	6,343	6,796	7,862
Other assets	1,575	4,578	325	325	325
Total assets	9,152	13,473	9,460	10,732	12,235
Accounts payable	556	603	613	698	784
ST debts & current portion	100	0	0	0	0
Long-term debt	1,430	4,955	0	0	0
Other liabilities	996	1,181	903	903	903
Total liabilities	3,082	6,739	1,516	1,602	1,687
Paid-up capital	730	730	730	730	730
Share premium	286	286	699	699	699
Retained earnings	4,528	5,115	6,461	7,649	9,066
Shareholders equity	6,070	6,734	7,943	9,131	10,548
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	9,152	13,473	9,460	10,732	12,235
CASH FLOW (Btm)					
Net income	1,250	1,664	2,693	2,375	2,835
Depreciation and amortization	596	648	658	694	751
Change in working capital	(267)	(251)	(226)	(22)	50
FX, non-cash adjustment & others	71	(182)	(276)	(31)	(36)
Cash flows from operating activities	1,649	1,879	2,848	3,015	3,601
Capex (Invest)/Divest	(665)	(3,975)	3,494	(1,147)	(1,817)
Others	(1)	30	13	13	13
Cash flows from investing activities	(666)	(3,945)	3,507	(1,134)	(1,804)
Debt financing (repayment)	(90)	3,425	(4,953)	3	4
Equity financing	(33)	0	(137)	0	0
Dividend payment	(620)	(693)	(1,346)	(1,187)	(1,418)
Cash flows from financing activities	(742)	2,700	(6,453)	(1,169)	(1,395)
Net change in cash	241	633	(98)	712	402
Free cash flow (Btm)	984	(2,096)	6,343	1,869	1,783
FCF per share (Bt)	1.35	(2.87)	8.69	2.56	2.44
Assumptions					
OPD volume growth			6%	7%	8%
IPD volume growth			3%	5%	3%
OPD price growth			5%	10%	7%
IPD price growth			5%	10%	6%

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

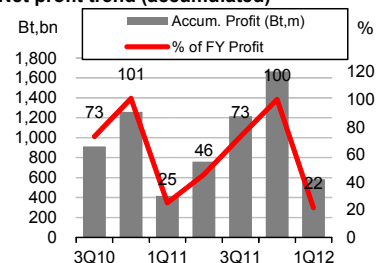
Revenue trend



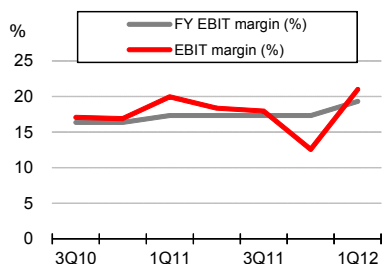
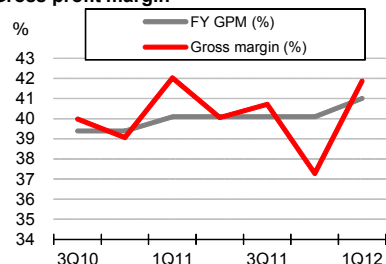
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Revenue	2,738	2,783	2,994	2,500	3,155
Cost of sales and services	(1,587)	(1,668)	(1,775)	(1,568)	(1,834)
Gross profit	1,151	1,115	1,219	932	1,321
SG&A	(604)	(604)	(681)	(617)	(658)
EBIT	547	510	538	315	663
Interest expense	(21)	(52)	(55)	(61)	(59)
Other income/exp.	54	60	73	60	73
EBT	580	518	556	313	676
Corporate tax	(185)	(185)	(170)	35	(159)
After-tax profit (loss)	394	333	385	347	517
Minority interest	0	0	0	0	(0)
Equity earnings from affiliates	11	50	59	(36)	58
Extra items	11	(38)	12	137	9
Net profit (loss)	416	344	456	448	583
Reported EPS	0.57	0.47	0.62	0.61	0.80
Fully diluted EPS	0.57	0.47	0.62	0.61	0.80
Core net profit	405	382	444	311	574
Core EPS	0.55	0.52	0.61	0.43	0.79
EBITDA	759	731	773	488	909

KEY RATIOS

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Gross margin (%)	42.0	40.1	40.7	37.3	41.9
EBITDA margin (%)	27.7	26.3	25.8	19.5	28.8
Operating margin (%)	20.0	18.3	18.0	12.6	21.0
Net margin (%)	15.2	12.4	15.2	17.9	18.5
Core profit margin (%)	14.8	13.7	14.8	12.4	18.2
BV (Bt)	8.50	8.53	8.70	9.22	10.01
ROE (%)	26.8	22.1	28.7	26.6	31.9
ROA (%)	12.5	10.3	13.7	13.3	16.3
Current ratio (x)	0.5	0.6	0.6	1.8	2.1
Gearing ratio (x)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
Interest coverage (x)	25.6	9.8	9.8	5.1	11.1

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Cash & Equivalent	1,311	1,879	1,741	1,261	2,231
Accounts receivable	902	1,019	1,174	1,126	1,165
Inventory	206	207	215	266	243
PP&E-net	5,700	5,633	5,625	6,242	6,278
Other assets	5,180	4,600	4,583	4,578	4,412
Total assets	13,300	13,337	13,338	13,473	14,328
Accounts payable	578	570	597	603	638
ST debts & current portion	3,713	3,784	3,856	0	0
Long-term debt	1,288	1,216	1,145	4,955	4,956
Other liabilities	1,516	1,537	1,391	1,181	1,428
Total liabilities	7,094	7,106	6,988	6,739	7,022
Paid-up capital	730	730	730	730	730
Share premium	0	286	286	286	286
Retained earnings	4,568	4,539	4,657	5,023	5,597
Shareholders equity	6,206	6,231	6,350	6,734	7,306
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	13,300	13,337	13,338	13,473	14,328

Sources: 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, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, DTAC, EGCO, ESSO, GLOW, HMPRO, HEMRAJ, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KTB, LH, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, SPALI, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TMB, 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 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 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.