



Vibhavadi Medical Center PCL

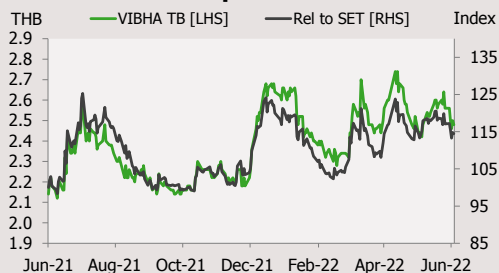
VIBHA TB Neutral

Target Price	Bt	2.54
Price (10/06/2022)	Bt	2.48
Upside	%	2.42
Valuation		DCF
Sector	Health Care Services	
Market Cap	Btm	33,668
30-day avg turnover	Btm	38.70
No. of shares on issue	m	13,576
CG Scoring		Good
Anti-Corruption Indicator	Declared	

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2021A	2022E	2023E	2024E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	7,396	7,975	7,524	7,959
Core profit (Btmn)	1,816	1,226	889	968
Net profit (Btmn)	1,805	1,226	889	968
Net EPS (Bt)	0.13	0.08	0.06	0.06
DPS (Bt)	0.05	0.06	0.04	0.05
BVPS (Bt)	0.90	1.17	1.17	1.19
Net EPS growth (%)	287.79	-38.56	-27.49	8.93
ROA (%)	6.86	4.12	2.91	3.04
ROE (%)	14.81	6.99	5.06	5.42
Net D/E (x)	0.54	0.22	0.26	0.28
Valuation				
P/E (x)	19.86	30.36	41.87	38.44
P/BV (x)	2.94	2.12	2.12	2.08
EV/EBITDA (x)	21.55	19.13	22.58	21.44
Dividend yield (%)	1.89	2.31	1.77	1.93

VIBHA TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

Disclaimer: KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/ or market maker of the securities mentioned in this document and/ or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

Analyst

Piyachat Ratanasuvan

Piyachat.r@kasikornsecurities.com

13 June 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited

เติบโตแบบผสมจากการดำเนินงานและลงทุน

- ▶ เราเริ่มวิเคราะห์หุ้น VIBHA ด้วยคำแนะนำ "ถือ" และราคาเป้าหมายกลางปี 2566 ที่ 2.54 บาท VIBHA เป็น รพ. เครือข่ายที่มีพอร์ตลงทุนขนาดใหญ่ในธุรกิจโรงพยาบาล
- ▶ แนวโน้มเติบโตของธุรกิจ รพ. เป็นแบบผสม โดย รพ. วิทยาดี มีแนวโน้มเติบโตไม่สูงมากแต่มั่นคง แต่บริษัทย่อยและบริษัทในเครือที่สำคัญกำลังเข้าสู่วงจรการลงทุนใหม่
- ▶ พอร์ตการลงทุนของ VIBHA มีผลงานน่าประทับใจ โดยมีกำไรที่ยังไม่รับรู้จากการลงทุนและรายได้เงินปันผลเติบโตต่อเนื่อง ซึ่งใช้แหล่งเงินทุนส่วนใหญ่จากการกู้ยืม

Investment Highlights

- ▶ โรงพยาบาลวิทยาดี – การเติบโตไม่น่าตื่นเต้น แต่มั่นคง เราคาดว่ารายได้ของรพ. วิทยาดี (แบรนดของ VIBHA) จะเติบโต 4% ต่อปี ในปี 2566-67 หลังโควิดเป็นโรคประจำถิ่น หนุนจากการเติบโตของจำนวนคนไข้แบบธรรมชาติ และรายได้ต่อหัวที่เพิ่มขึ้น รพ. มีแผนเพิ่มคลินิกโรคเฉพาะทาง เพื่อเพิ่มการรักษาโรคซับซ้อนขึ้น ทั้งนี้ รายได้ของ รพ. วิทยาดี มีแนวโน้มขาขึ้นมาโดยตลอดด้วยอัตราเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ที่ 6.4% ในปี 2555-2562 (ก่อนโควิด) ซึ่งมีแรงขับเคลื่อนจากจำนวนคนไข้ที่เพิ่มขึ้น และการปรับเพิ่มค่าบริการ แม้ว่า รพ. วิทยาดีจะได้มาตรฐาน JCI แต่มีสัดส่วนรายได้จากคนไข้ต่างประเทศเพียง 3% ก่อนโควิด เราคาดว่า รพ. วิทยาดี ยังมีกำลังรองรับการเติบโตของรายได้โดยไม่ต้องสร้างตึกเพิ่ม
- ▶ CMR และ VBR อยู่ในช่วงการขยายธุรกิจ บริษัท เชียงใหม่รามธุรกิจการแพทย์ จำกัด (มหาชน) (CMR) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยหลักของ VIBHA เพิ่งเปิดให้บริการโรงพยาบาลใหม่ 2 แห่งในครึ่งหลังปี 2564 และบริษัท รพ. วิทยาราม จำกัด (VBR) ซึ่งเป็นบริษัทร่วมหลักของ VIBHA มีแผนที่จะเปิดโรงพยาบาลใหม่ 2 แห่งในครึ่งหลังปี 2565 นี้ และมีแผนเปิด รพ. ใหม่ อีก 4 แห่งในกรุงเทพฯ และต่างจังหวัด แม้เราคาดว่ารายได้ CMR จะเพิ่มขึ้น แต่เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะทรง ๆ เนื่องจากต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากการเปิด รพ. ใหม่ เราคาดว่า VBR มีแนวโน้มใกล้เคียงกัน ทั้งนี้ VIBHA จะรวมการดำเนินงาน CMR ทั้งหมดในงบกำไรขาดทุน ขณะที่ VBR จะสร้างส่วนแบ่งกำไรให้กับ VIBHA เราคาดว่า CMR จะสร้างกำไรคิดเป็นสัดส่วน 23-32% ของกำไรสุทธิของ VIBHA ในปี 2565-2567 และ VBR จะสร้างกำไรคิดเป็นสัดส่วน 13-16% ของกำไรสุทธิของ VIBHA ในช่วงเวลาเดียวกัน
- ▶ พอร์ตการลงทุนใหญ่ที่สุดเมื่อเทียบกับคู่แข่ง พอร์ตการลงทุนของ VIBHA มีมูลค่า 1.31 หมื่นลบ. ในปี 2564 คิดเป็น 46% ของสินทรัพย์รวม ซึ่งสูงสุดในบรรดาหุ้น รพ. ที่อยู่ภายใต้การวิเคราะห์ของเรา VIBHA ลงทุนในธุรกิจ รพ. ทั้งที่จดทะเบียนและไม่จดทะเบียนในตลาดฯ โดยมีส่วนน้อยที่เป็นธุรกิจที่ไม่ใช่ รพ. มูลค่าการลงทุนมีการขยายตัวแบบ CAGR ที่ 22% ในช่วงปี 2557-2564 โดยมูลค่าที่เพิ่มขึ้นมาจากการลงทุนเพิ่มและมูลค่าเงินลงทุนเติบโต นอกจากนี้ VIBHA ยังได้ประโยชน์จากรายได้เงินปันผล (17-18% ของกำไรสุทธิของ VIBHA) จากการลงทุนเหล่านี้ ซึ่งรายได้เงินปันผลเติบโตต่อเนื่องทุกปีตั้งแต่ปี 2557 ซึ่งน่าจะสะท้อนถึงความสำเร็จในการลงทุนของ VIBHA

Valuation and Recommendation

- ▶ เราประเมินมูลค่า VIBHA ด้วยวิธีมูลค่าสินทรัพย์สุทธิโดยใช้จำนวนหุ้นปรับลด (15,007 ล้านหุ้น) ราคาเป้าหมายกลางปี 2566 ที่ 2.54 บาท ประกอบด้วย 1.43 บาท จากธุรกิจรพ. วิทยาดี และ CMR (ตามวิธีคิดลดเงินสด (DCF) ด้วย WACC 6.1%) 0.82 บาท จากมูลค่าพอร์ตการลงทุนอื่น และ 0.29 บาท จากการใช้สิทธิ ESOP และ VIBHA-W4 ราคาเป้าหมายสะท้อน PER ล่วงหน้าที่ 42.9 เท่า และ 39.4 เท่า ในปี 2566-2567 ตามลำดับ ซึ่งอยู่ระหว่าง +1SD (46.8 เท่า) และค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 12 ปีของ VIBHA (34.2 เท่า) ซึ่งสอดคล้องกับโรงพยาบาลเครือข่ายอื่น ๆ ในขณะที่มีแนวโน้มอัตราผลตอบแทนปันผล 2.3% ในปี 2565
- ▶ เราแนะนำ "ถือ" สำหรับ VIBHA แนวโน้มการเติบโตของ VIBHA เป็นแบบผสม เราคาดว่ารายได้และกำไรที่เติบโตไม่สูงมากแต่มั่นคงของโรงพยาบาลวิทยาดี และการเติบโตของมูลค่าการลงทุน/เงินปันผลจากพอร์ตการลงทุนในโรงพยาบาลและธุรกิจอื่น ๆ ในตลาด อย่างไรก็ตาม CMR และ VBR ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนเกือบ 50% ของกำไรสุทธิของ VIBHA ในปี 2565-2567 กำลังเข้าสู่วงจรการลงทุนรอบใหม่ซึ่งคาดว่าจะกดดันสัดส่วนอัตรากำไรและกำไรสุทธิต่อ VIBHA เราคาดว่ากำไรปกติของ VIBHA จะลดลงในปี 2565-2566 ก่อนที่จะฟื้นตัวในปี 2567



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue	6,024	7,396	7,975	7,524	7,959
Cost of sales and services	-4,486	-5,219	-5,634	-5,432	-5,703
Gross Profit	1,539	2,177	2,342	2,092	2,256
SG&A	-925	-946	-1,003	-1,042	-1,102
Other income	0	0	0	0	0
EBIT	885	2,396	1,941	1,536	1,669
EBITDA	1,366	2,186	2,358	2,043	2,184
Interest expense	-203	-221	-277	-319	-352
Equity earnings	-62	722	213	145	152
EBT	682	2,175	1,665	1,217	1,317
Income tax	-128	-224	-258	-193	-215
NPAT	554	1,951	1,406	1,024	1,101
Minority Interest	89	146	180	135	133
Core Profit	446	1,816	1,226	889	968
Extraordinary items	20	-11	-0	0	0
FX gain (loss)	0	0	0	0	0
Reported net profit	465	1,805	1,226	889	968

Balance Sheet (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Cash & equivalents	338	512	4,576	4,717	4,670
ST investments	0	0	0	0	0
Accounts receivable	640	981	835	735	765
Inventories	165	182	212	200	210
Other current assets	535	1,290	1,441	1,856	2,271
Total current assets	1,678	2,966	7,064	7,508	7,916
Investment in subs & others	2,602	3,431	3,549	3,675	3,808
Fixed assets-net	7,970	8,559	8,585	8,502	8,403
Other assets	8,925	13,471	14,914	15,483	16,051
Total assets	21,175	28,427	34,112	35,167	36,178
Short-term debt	3,671	5,167	5,651	6,551	6,951
Accounts payable	335	398	443	403	428
Other current liabilities	1,299	1,809	1,522	1,528	1,600
Total current liabilities	5,305	7,374	7,616	8,483	8,979
Long-term debt	3,491	3,552	3,539	3,639	3,739
Other liabilities	1,645	2,244	2,144	2,044	1,994
Total liabilities	10,441	13,170	13,299	14,166	14,712
Paid-up capital	1,358	1,358	1,501	1,501	1,501
Share premium	2,718	2,718	6,869	6,869	6,869
Reserves & others, net	1,634	4,379	4,892	4,892	4,892
Retained earnings	2,461	3,729	4,276	4,307	4,617
Minority interests	2,563	3,072	3,275	3,432	3,587
Total shareholders' equity	10,734	15,257	20,813	21,001	21,466
Total equity & liabilities	21,175	28,427	34,112	35,167	36,178

Key Assumptions	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Vibhavadi revenues growth %	-12.59	39.27	4.81	-14.37	4.00
Gross margin %	31.48	37.43	35.76	34.70	34.90
CMR revenues growth %	-6.59	14.30	8.75	-1.76	6.15
Gross margin %	21.99	22.36	23.46	22.00	22.50
VBR sharing profit growth %	nm	nm	-701.09	-70.54	-39.46

Source: Company, KS estimates

Cashflow (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Net profit	465	1,805	1,226	889	968
Depreciation & amortization	439	501	629	652	667
Change in working capital	-428	-540	-276	-337	-359
Others	0	0	0	0	0
CF from operation activities	476	1,766	1,579	1,204	1,276
Capital expenditure	-1,384	-1,090	-655	-569	-569
Investment in subs and affiliates	126	-840	-118	-126	-133
Others	-766	-4,535	-1,443	-569	-569
CF from investing activities	-2,024	-6,465	-2,216	-1,263	-1,270
Cash dividend	-595	-541	-679	-858	-658
Net proceeds from debt	981	1,556	472	1,000	500
Capital raising	311	0	4,294	0	0
Others	587	3,858	615	57	105
CF from financing activities	1,284	4,873	4,702	199	-53
Net change in cash	-265	173	4,065	140	-46

Key Statistics & Ratios	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Per share (Bt)					
Reported EPS	0.03	0.13	0.08	0.06	0.06
Core EPS	0.03	0.13	0.08	0.06	0.06
DPS	0.04	0.05	0.06	0.04	0.05
BV	0.60	0.90	1.17	1.17	1.19
EV	2.16	3.47	3.01	3.07	3.12
Free Cash Flow	-0.07	0.05	0.06	0.04	0.05
Valuation analysis					
Reported P/E (x)	42.87	19.86	30.36	41.87	38.44
Core P/E (x)	44.76	19.73	30.35	41.87	38.44
P/BV (x)	2.44	2.94	2.12	2.12	2.08
EV/EBITDA (x)	21.48	21.55	19.13	22.58	21.44
Price/Cash flow (x)	41.92	20.29	23.57	30.91	29.16
Dividend yield (%)	2.72	1.89	2.31	1.77	1.93
Profitability ratios					
Gross margin (%)	25.54	29.44	29.36	27.80	28.34
EBITDA margin (%)	22.67	29.56	29.57	27.15	27.44
Operating Margin (%)	10.18	16.64	16.78	13.95	14.50
Net profit margin (%)	9.20	26.38	17.63	13.61	13.84
ROA (%)	2.62	6.86	4.12	2.91	3.04
ROE (%)	5.70	14.81	6.99	5.06	5.42
Liquidity ratios					
Current ratio (x)	0.32	0.40	0.93	0.89	0.88
Quick ratio (x)	0.18	0.20	0.71	0.64	0.61
Leverage Ratios					
Liabilities/Equity ratio (x)	0.97	0.86	0.64	0.67	0.69
Net debt/EBITDA (x)	5.00	3.75	1.96	2.68	2.76
Net debt/equity (x)	0.64	0.54	0.22	0.26	0.28
Int. coverage ratio (x)	4.36	10.85	7.02	4.82	4.74
Growth					
Revenue (%)	-7.97	22.77	7.83	-5.66	5.78
EBITDA (%)	-14.51	60.05	7.85	-13.37	6.90
Reported net profit (%)	-42.47	287.79	-32.08	-27.49	8.93
Reported EPS (%)	-43.79	287.79	-38.56	-27.49	8.93
Core profit (%)	-30.77	307.35	-32.48	-27.52	8.93
Core EPS (%)	-32.36	307.35	-38.92	-27.52	8.93



Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period

Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period

Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

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 companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. 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 data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BEM, BGRIM, BH, CBG, CHG, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KTC, MINT, MTC, OSP, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TIDLOR, TISCO, TOP, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.