



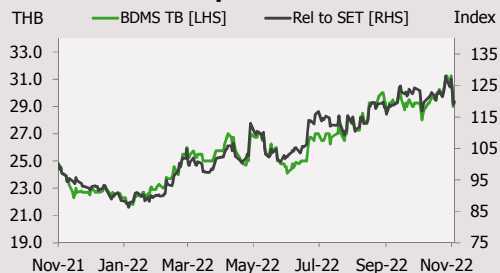
Bangkok Dusit Medical Services PCL

BDMS TB	Outperform	
Target Price	Bt	32.30
Price (18/11/2022)	Bt	29.25
Upside	%	10.43
Valuation	DCF	
Sector	Health Care Services	
Market Cap	Btm	464,841
30-day avg turnover	Btm	1,217.88
No. of shares on issue	m	15,892
CG Scoring	Excellent	
Anti-Corruption Indicator	N/A	

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2021	2022E	2023E	2024E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	74,451	90,892	97,433	104,446
Core profit (Btmn)	7,776	12,105	13,333	14,876
Net profit (Btmn)	7,936	12,105	13,333	14,876
Net EPS (Bt)	0.50	0.76	0.84	0.94
DPS (Bt)	0.45	0.60	0.76	0.84
BVPS (Bt)	5.28	5.58	5.76	5.94
Net EPS growth (%)	10.01	52.54	10.14	11.57
ROA (%)	6.61	9.39	10.22	11.23
ROE (%)	9.47	13.66	14.58	15.77
Net D/E (x)	0.03	-0.02	-0.07	-0.12
Valuation				
P/E (x)	46.06	38.40	34.86	31.25
P/BV (x)	4.36	5.24	5.08	4.93
EV/EBITDA (x)	21.46	20.92	19.44	17.72
Dividend yield (%)	1.96	2.06	2.58	2.88

BDMS 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 limited 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

21 November 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited

แนวโน้มรายได้เป็นไปในเชิงบวก

- ▶ **คงคำแนะนำ "ซื้อ"** ด้วยราคาเป้าหมายปี 2566 ที่ 32.30 บาท เพิ่มขึ้นจากเดิมที่ 31.50 บาท เนื่องจากมีการปรับเพิ่มประมาณการกำไร
- ▶ **BDMS** ปรับเพิ่มเป้าการเติบโตรายได้และอัตรากำไรของปี 2565 อีกครั้ง หลังจากรายได้มีการเติบโตมากกว่าบริษัทคาด ส่งผลให้อัตรารองเตี้ยและอัตรากำไรเพิ่มขึ้น
- ▶ **BDMS** ให้เป้าการเติบโตของรายได้แบบ CAGR ที่ 6-8% ในปี 2565-2568 และ EBITDA margin ที่ 23-24% ดึงจากอัตรารองเตี้ยที่ 70-75%

Investment Highlights

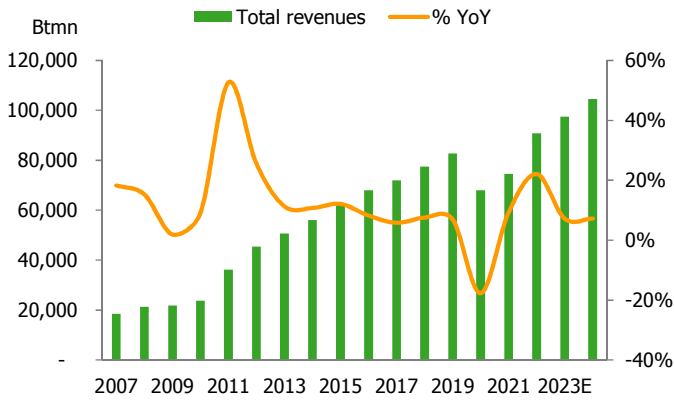
- ▶ **เป้าการดำเนินงานปี 2565 ถูกปรับขึ้น** จากการประชุมนักวิเคราะห์ผ่าน conference call เมื่อวันศุกร์ที่แล้ว ผู้บริหารปรับเพิ่มเป้าหมายการเติบโตของรายได้ในปี 2565 ขึ้นเป็น 22% จากเดิม 15-20% และอัตรากำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) เพิ่มขึ้นเป็น 24% จากเดิม 23% ทั้งนี้ BDMS ปรับเพิ่มเป้าหมายทุกไตรมาสหลังประกาศผลประกอบการไตรมาส 1/2565-3/2565 โดยผลการดำเนินงานไตรมาส 3/2565 ดีกว่าที่ผู้บริหารคาด และส่งผลให้โรงพยาบาลในเครือทุกโรงมี EBITDA เป็นบวก อุปสงค์ที่ฟื้นตัวแข็งแกร่งกว่าที่ผู้บริหารคาดมาจากทั้งผู้ป่วยชาวไทยและชาวต่างชาติต่างประเทศ ส่งผลให้อัตรารองเตี้ยและอัตรากำไรสูงขึ้น อย่างไรก็ตาม แม้ผู้บริหารมองแนวโน้มรายได้ในไตรมาส 4/2565 ยังดีต่อเนื่อง แต่ดูจะมีมุมมองระมัดระวังต่อแนวโน้มต้นทุน/ค่าใช้จ่าย
- ▶ **เป้าการดำเนินงานปี 2566-2568** BDMS ให้เป้าการดำเนินงานแบบ 3 ปี เป็นครั้งแรก (ปี 2566-68) โดยตั้งเป้าการเติบโตของรายได้เฉลี่ยแบบ CAGR ที่ 6-8% และ EBITDA ที่ 23-24% ดึงจากรายได้ในปี 2565 ที่รวมรายได้จากโควิด-19 หากอิงจากรายได้ที่ไม่รวมโควิด-19 ในปี 2565 อัตรารองเตี้ยของรายได้แบบ CAGR จะเพิ่มมาอยู่ที่ 10-12% ในช่วงเดียวกัน การเติบโตของรายได้จะสนับสนุนจากอุปสงค์ที่ฟื้นตัวทั้งจากชาวไทยและชาวต่างชาติประเทศ อีกทั้ง BDMS ได้ตั้งเป้ายอดผู้ใช้งานที่ลงทะเบียนอย่างน้อย 5 ล้านคนบนระบบการดูแลสุขภาพในรูปแบบดิจิทัล (BDMS Health Ecosystem) ในช่วงสามปีข้างหน้า ที่จะให้บริการและผลิตภัณฑ์ออนไลน์แบบต่อเนื่อง นอกจากนี้ BDMS ยังวางแผนที่จะขยายความร่วมมือกับบริษัทประกันภัย อสังหาริมทรัพย์ และโรงแรม เพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มด้านการรักษาพยาบาล ส่วนอัตรากำไร EBITDA จะได้รับการสนับสนุนจากสัดส่วนผู้ป่วยที่เป็นโรคซับซ้อนมากขึ้น และอัตรารองเตี้ยที่ 70-75%
- ▶ **มีแผนปรับเพิ่มอัตรากำไรในปี 2566** ผู้บริหารชี้แจงว่าบริษัทฯ มีการขึ้นราคาค่าบริการเพียงเล็กน้อยในปี 2565 ขณะที่จะมีการปรับเพิ่มค่าบริการปี 2566 จะขึ้นเฉพาะสำหรับบริการบางอย่าง เช่น โรคเฉพาะทาง เพื่อสะท้อนผลกระทบจากเงินเฟ้อ ผู้บริหารมองว่าสัดส่วนรายได้จากคนไข้ที่ใช้ประกันสุขภาพที่ยังคงเพิ่มขึ้นจะช่วยลดผลกระทบจากราคาลดลงของยอดผู้ป่วยหากปรับเพิ่มราคา ทั้งนี้ ผู้บริหารตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนรายได้จากประกันสุขภาพที่ 40% ในช่วง 3 ปีข้างหน้าจาก 32% ใน 9 เดือนแรกของปี 2565 ซึ่งสูงที่สุดในกลุ่ม รพ. นอกจากนี้ BDMS มี "ทีมบริหารจัดการด้านการรักษา" เพื่อให้เกิดการรักษาที่เหมาะสม โดยบริษัทประกันสุขภาพมักจะขอบริการพิเศษสำหรับลูกค้าของตัวเอง เช่น สายด่วน และที่จอดรถ มากกว่าขอส่วนลดค่าบริการจาก BDMS
- ▶ **ทิศทางธุรกิจสุขภาพ** โครงการ Silver Wellness อยู่ระหว่างการวางแผนออกแบบ แผนหลักยังคงเป็นไปตามที่บริษัทฯ คาด ขณะที่ Wellness Clinic ที่ ถนนวิญญานจะมีรายได้เพิ่มขึ้นหลังจากโรงแรม เมอเวนทิด จะเปิดทำการอีกครั้งในเดือนหน้า ซึ่งจะรองรับทั้งนักท่องเที่ยวและลูกค้ากลุ่มสุขภาพจาก Wellness นอกจากนี้ BDMS ยังได้ร่วมให้บริการ wellness กับโรงแรม อนันตรา ริเวอร์ไซด์ กรุงเทพฯ ภายใต้เครือ Minor เพื่อให้บริการด้านสุขภาพ โดยทั้งสองฝ่ายยังคงอยู่ระหว่างหารูปแบบที่เหมาะสมที่จะใช้ในการขยายธุรกิจในอนาคต
- ▶ **ปรับเพิ่มประมาณการกำไร** เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรปกติขึ้น 8% 5% และ 3% ในปี 2565-2567 ตามลำดับ เพื่อสะท้อนผลกระทบที่แข็งแกร่งเกินคาดในไตรมาส 3/2565 และแนวทางการเติบโตของรายได้ที่เพิ่มขึ้น

Valuation and Recommendation

- ▶ เราประเมินมูลค่า BDMS ตามวิธีคิดลดเงินสด (DCF) โดยใช้ WACC ที่ 7.1% ราคาเป้าหมายปี 2566 ที่ 32.30 บาท สะท้อนถึง PER ปี 2567 ที่ 34.5 เท่า อยู่ระหว่าง 1SD (39.8 เท่า) สูงกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 12 ปีของ BDMS ที่ 32.4 เท่า และสะท้อนแนวโน้มอัตราผลตอบแทนเงินปันผลปี 2566 ที่ 2.3% BDMS ยังคงเป็นหนึ่งในหุ้นเด่นของเราในกลุ่มโรงพยาบาล
- ▶ เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" สำหรับ BDMS แนวโน้มการฟื้นตัวของรายได้ที่เร็วกว่าทั้ง BDMS และตลาดคาด เป็นสัญญาณที่ดีสำหรับแนวโน้มอัตรากำไรและกำไรปกติให้อยู่ในทิศทางขาขึ้น เราเชื่อว่าแนวทางในการเติบโตของรายได้ 6-8% ในปี 2566-2568 น่าจะทำรายได้โดยบริษัท ขณะที่แนวโน้มอัตรากำไรมีโอกาสออกมาสูงกว่าที่คาด ราคาหุ้นปัจจุบันซื้อขาย PER ปี 2567 ที่ 31 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 12 ปีที่ 32.4 เท่า ความเสี่ยงข้างอาจเป็นการควบคุมต้นทุนที่มีประสิทธิภาพลดลงและการแข่งขันที่รุนแรงกว่าที่คาดไว้

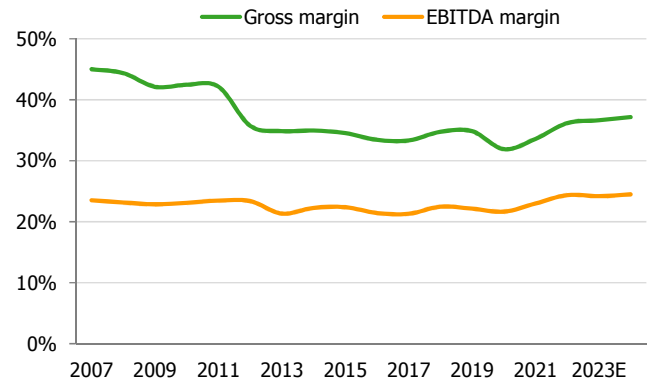


Fig. 1 Total revenue and YoY growth



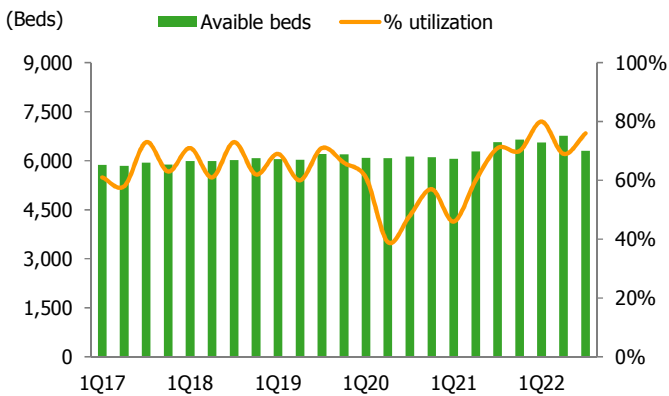
Source: Company and KS Research

Fig. 2 Gross margin and EBITDA margin



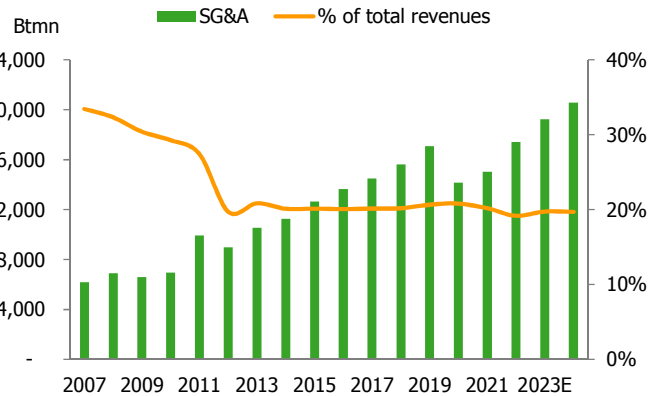
Source: Company and KS Research

Fig. 3 Available beds and % utilization



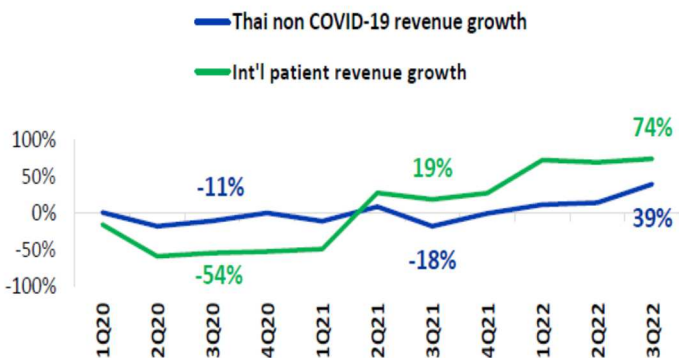
Source: Company and KS Research

Fig. 4 SG&A expense and % of sales



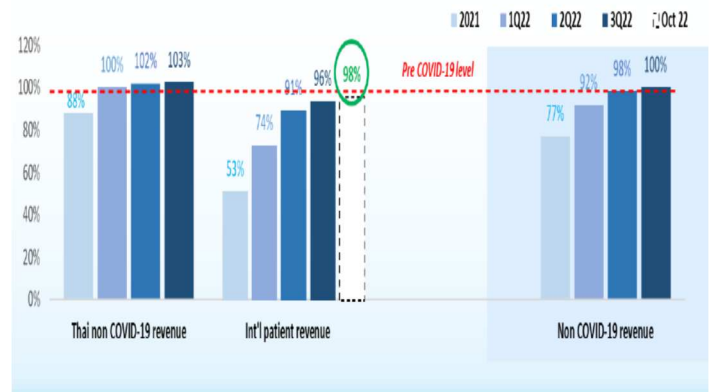
Source: Company and KS Research

Fig. 5 Non-COVID-19 revenue growth driven by both Thai and international revenue



Source: Company and KS Research

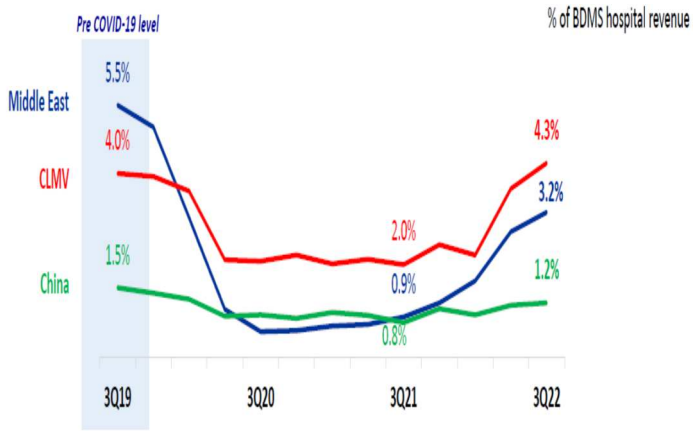
Fig. 6 Non-COVID-19 revenue returned to the pre-COVID-19 level in 3Q22



Source: Company and KS Research

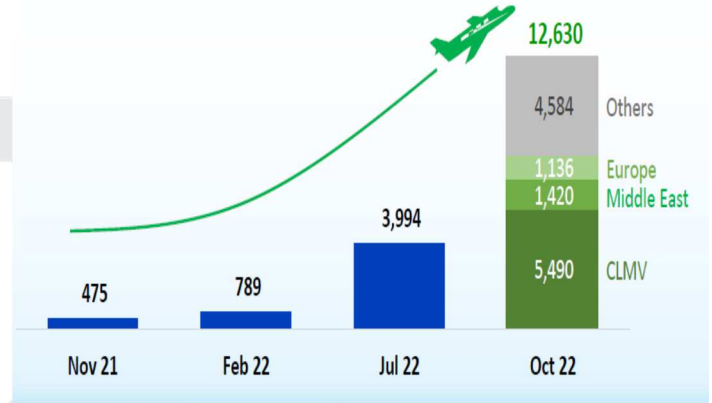


Fig. 7 Recovery trend of international patient revenue



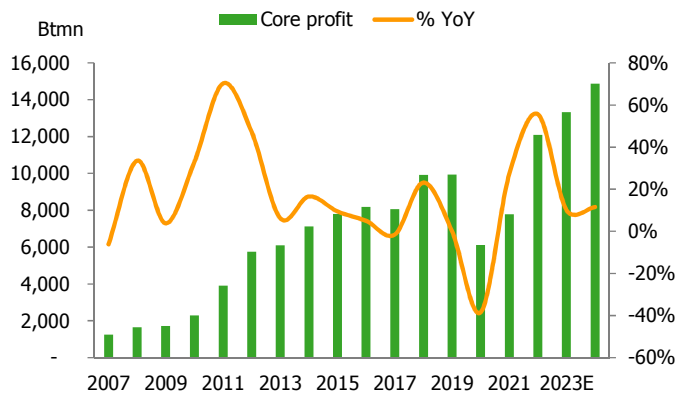
Source: Company and KS Research

Fig. 8 Strong increase of international patient appointments in Oct 2022



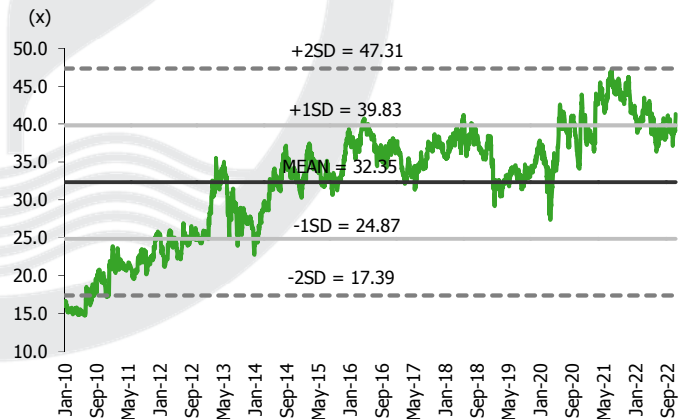
Source: Company and KS Research

Fig. 9 Core profit and YoY growth



Source: Company and KS Research

Fig. 10 12M FWD PER (x)



Source: Bloomberg and KS Research



Fig 11 Earnings revisions

(Btmn)	2022E	2023E	2024E
Total revenues - New	90,892	97,433	104,446
Total revenues - Old	88,565	94,666	101,826
% Chg	3%	3%	3%
Gross margin (%) - New	36.2	36.6	37.1
Gross margin (%) - Old	36.1	36.6	37.1
% Chg	0.2%	0.1%	0.0%
SG&A - New	17,420	19,232	20,568
SG&A - Old	17,527	18,761	19,975
% Chg	-1%	3%	3%
EBITDA - New	22,359	23,818	25,868
EBITDA - Old	21,211	23,074	25,257
% Chg	5%	3%	2%
Core profit - New	12,105	13,333	14,876
Core profit - Old	11,200	12,734	14,464
% Chg	8%	5%	3%
Net profit - New	12,105	13,333	14,876
Net profit - Old	11,200	12,734	14,464
% Chg	8%	5%	3%

Source: KS Research



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	Cashflow (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue	68,074	74,451	90,892	97,433	104,446	Net profit	7,214	7,936	12,105	13,333	14,876
Cost of sales and services	-46,371	-49,462	-58,022	-61,754	-65,663	Depreciation & amortization	6,413	6,321	5,992	6,255	6,435
Gross Profit	21,703	24,989	32,870	35,679	38,783	Change in working capital	-1,275	-1,037	2,294	921	464
SG&A	-14,161	-15,029	-17,420	-19,232	-20,568	Others	-2	0	0	0	0
Other income	0	0	0	0	0	CF from operation activities	12,349	13,220	20,392	20,509	21,775
EBIT	10,007	11,282	16,474	17,697	19,575	Capital expenditure	-9,286	-4,697	-5,936	-5,241	-5,245
EBITDA	14,943	17,349	22,359	23,818	25,868	Investment in subs and affiliates	17,062	18	6	-15	-5
Interest expense	-871	-728	-618	-458	-340	Others	-2,889	343	-3,119	57	69
Equity earnings	341	21	39	50	50	CF from investing activities	4,886	-4,336	-9,048	-5,199	-5,182
EBT	9,136	10,554	15,856	17,239	19,235	Cash dividend	-4,741	-12,738	-7,947	-10,520	-12,000
Income tax	-1,486	-2,063	-3,074	-3,352	-3,741	Net proceeds from debt	-3,615	-5,105	-501	-4,999	-2,500
NPAT	7,649	8,490	12,782	13,887	15,494	Capital raising	0	0	0	0	0
Minority Interest	435	554	677	553	618	Others	6,463	661	1,052	366	740
Core Profit	6,116	7,776	12,105	13,333	14,876	CF from financing activities	-1,893	-17,182	-7,395	-15,153	-13,760
Extraordinary items	1,096	160	0	0	0	Net change in cash	15,343	-8,298	3,948	157	2,833
FX gain (loss)	2	0	0	0	0	Key Statistics & Ratios					
Reported net profit	7,214	7,936	12,105	13,333	14,876	Per share (Bt)					
Balance Sheet (Btmn)						Reported EPS	0.45	0.50	0.76	0.84	0.94
Cash & equivalents	20,939	12,641	16,589	16,747	19,580	Core EPS	0.38	0.49	0.76	0.84	0.94
ST investments	0	0	0	0	0	DPS	0.55	0.45	0.60	0.76	0.84
Accounts receivable	7,192	9,131	10,262	10,762	11,262	BV	5.53	5.28	5.58	5.76	5.94
Inventories	1,855	2,005	2,108	2,208	2,258	EV	21.01	23.43	29.43	29.14	28.85
Other current assets	27	624	50	60	70	Free Cash Flow	0.19	0.54	0.91	0.96	1.04
Total current assets	30,013	24,401	29,009	29,777	33,170	Valuation analysis					
Investment in subs & others	1,302	1,285	1,277	1,292	1,297	Reported P/E (x)	45.82	46.06	38.40	34.86	31.25
Fixed assets-net	81,313	79,689	79,633	78,618	77,429	Core P/E (x)	54.05	47.01	38.40	34.86	31.25
Other assets	23,422	23,078	26,198	26,142	26,073	P/BV (x)	3.76	4.36	5.24	5.08	4.93
Total assets	136,050	128,454	136,118	135,829	137,969	EV/EBITDA (x)	22.34	21.46	20.92	19.44	17.72
Short-term debt	107	3,100	7,500	5,000	4,500	Price/Cash flow (x)	26.77	27.65	22.80	22.67	21.35
Accounts payable	4,450	5,035	5,423	5,923	6,223	Dividend yield (%)	2.64	1.96	2.06	2.58	2.88
Other current liabilities	6,663	7,728	10,293	11,323	12,047	Profitability ratios					
Total current liabilities	11,220	15,862	23,216	22,247	22,771	Gross margin (%)	31.88	33.56	36.16	36.62	37.13
Long-term debt	20,594	12,496	7,596	5,096	3,096	EBITDA margin (%)	21.64	22.97	24.35	24.17	24.48
Other liabilities	12,773	12,331	12,265	12,077	12,199	Operating Margin (%)	11.08	13.38	17.00	16.88	17.44
Total liabilities	44,588	40,689	43,076	39,420	38,066	Net profit margin (%)	11.24	11.40	14.06	14.25	14.83
Paid-up capital	1,589	1,589	1,589	1,589	1,589	ROA (%)	5.62	6.61	9.39	10.22	11.23
Share premium	30,166	30,166	30,166	30,166	30,166	ROE (%)	8.21	9.47	13.66	14.58	15.77
Reserves & others, net	9,055	9,317	9,916	9,916	9,916	Liquidity ratios					
Retained earnings	47,100	42,773	46,981	49,795	52,671	Current ratio (x)	2.67	1.54	1.25	1.34	1.46
Minority interests	3,553	3,920	4,389	4,943	5,561	Quick ratio (x)	2.51	1.37	1.16	1.24	1.35
Total shareholders' equity	91,463	87,765	93,042	96,409	99,902	Leverage Ratios					
Total equity & liabilities	136,050	128,454	136,118	135,829	137,969	Liabilities/Equity ratio (x)	0.49	0.46	0.46	0.41	0.38
Key Assumptions						Net debt/EBITDA (x)	-0.02	0.17	-0.07	-0.28	-0.46
Avg visits per day	25,932	26,351	33,123	35,041	36,311	Net debt/equity (x)	-0.00	0.03	-0.02	-0.07	-0.12
Revenue per visit (Bt)	3,255	3,301	3,441	3,527	3,597	Int. coverage ratio (x)	11.49	15.49	26.67	38.63	57.54
% Growth	-1.1	1.4	4.2	2.5	2.0	Growth					
Avg admission per day	1,084	923	1,202	1,448	1,554	Revenue (%)	-17.71	9.37	22.08	7.20	7.20
Revenue per admission (Bt)	86,369	118,076	104,763	92,192	93,114	EBITDA (%)	-19.39	16.10	28.88	6.52	8.61
% Growth	12.3	36.7	-11.3	-12.0	1.0	Reported net profit (%)	-53.51	10.01	52.54	10.14	11.57
						Reported EPS (%)	-53.51	10.01	52.54	10.14	11.57
						Core profit (%)	-38.46	27.14	55.68	10.14	11.57
						Core EPS (%)	-38.46	27.14	55.68	10.14	11.57

Source: Company, KS estimates



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.