



Bangkok Chain Hospital PCL

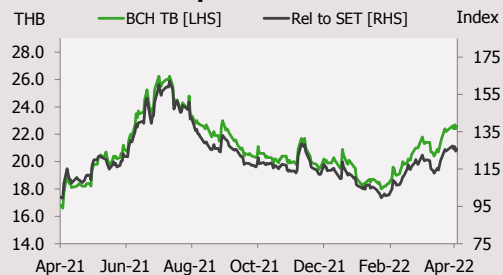
BCH TB Outperform

Target Price	Bt	24.60
Price (22/04/2022)	Bt	22.60
Upside	%	8.85
Valuation		DCF
Sector	Health Care Services	
Market Cap	Btm	56,359
30-day avg turnover	Btm	516.85
No. of shares on issue	m	2,494
CG Scoring		Very Good
Anti-Corruption Indicator		Certified

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2021	2022E	2023E	2024E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	21,454	20,178	10,981	11,639
Core profit (Btmn)	6,852	4,233	1,755	1,898
Net profit (Btmn)	6,846	4,233	1,755	1,898
Net EPS (Bt)	2.75	1.70	0.70	0.76
DPS (Bt)	1.20	0.84	0.36	0.39
BVPS (Bt)	5.20	5.30	5.61	5.99
Net EPS growth (%)	456.85	-38.17	-58.55	8.15
ROA (%)	28.45	22.23	10.47	10.84
ROE (%)	52.74	32.00	12.54	12.70
Net D/E (x)	0.12	-0.07	-0.13	-0.21
Valuation				
P/E (x)	7.32	13.31	32.12	29.70
P/BV (x)	3.86	4.26	4.03	3.77
EV/EBITDA (x)	5.12	8.49	16.44	15.09
Dividend yield (%)	5.97	3.74	1.59	1.72

BCH 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

25 April 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited

ยังได้ประโยชน์จากโควิด-19

- ▶ คงคำแนะนำ "ซื้อ" และเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2565 ขึ้นเป็น 24.60 บาท จาก 23.9 บาท จากการปรับเพิ่มประมาณการรายได้
- ▶ คาดกำไรปกติไตรมาส 1/2565 อยู่ที่ 2.1 พันลบ. ลดลง 14% QoQ แต่เพิ่มขึ้น 544% YoY และมากกว่าระดับ 2 พันลบ. เป็นไตรมาสที่ 3 ติดต่อกัน
- ▶ คาดการดำเนินงานไตรมาส 1/2565 จะสะท้อนรายได้จากโควิด-19 ที่แข็งแกร่งแม้ลดลง QoQ และรายได้ไม่รวมโควิด-19 และประกันสังคมน่าจะฟื้นตัวดี

Investment Highlights

- ▶ คาดกำไรปกติไตรมาส 1/2565 เติบโตขึ้นแข็งแกร่ง YoY แต่ลดลง QoQ เราคาดว่า BCH จะรายงานกำไรปกติไตรมาส 1/2565 ที่ 2.1 พันลบ. ลดลง 14% QoQ แต่เพิ่มขึ้น 544% YoY การปรับลดลงเชิง QoQ คาดจะมาจากอัตราค่าไถ่ที่ลดลง ขณะที่ปัจจัยหนุนการเติบโตเชิง YoY คาดจะมาจากรายได้และอัตราค่าไถ่ที่สูงขึ้น ทั้งนี้ เราคาดว่ากำไรปกติไตรมาส 1/2565 จะคิดเป็นสัดส่วนที่ 50% ของประมาณการกำไรทั้งปีของเราและ 71% ของประมาณการกำไรทั้งปีของตลาด
- ▶ คาดรายได้ทุกกลุ่มขยายตัวขึ้น YoY เราคาดว่ารายได้รวมจะอยู่ที่ 7.1 พันลบ. เพิ่มขึ้น 4% QoQ และ 206% YoY โดยรายได้โควิด-19 คาดจะเป็นปัจจัยหนุนรายได้หลักในเชิง YoY ซึ่งเราคาดว่าจะอยู่ที่ 4 พันลบ. และคิดเป็น 50% ของรายได้รวมในไตรมาส 1/2565 เทียบกับที่ 10% ในไตรมาส 1/2564 จำนวนผู้ป่วยโควิด-19 เฉลี่ยใน Hospital อยู่ที่ 11,600 ราย/วัน ในไตรมาส 1/2565 ซึ่งเป็นสถิติสูงสุดใหม่ อีกทั้ง BCH เริ่มให้บริการ home isolation ในช่วงต้นเดือนมี.ค. และให้บริการผู้ป่วยเฉลี่ยที่ 11,450 ราย/วัน ในเดือนมี.ค. และเพิ่มขึ้นเป็น 22,000 ราย/วัน ในปัจจุบัน นอกจากนี้ เราคาดว่ารายได้ไม่รวมโควิด-19 จะเติบโตขึ้นเช่นกันในเชิง YoY จากการเข้าสู่การใช้ชีวิตตามปกติ ขณะที่รายได้จากโครงการประกันสังคมน่าจะเติบโตจากฐานผู้ประกันตนที่เพิ่มขึ้นและรายได้/หัวที่สูงขึ้น
- ▶ คาดอัตราค่าไถ่ลดลง QoQ แต่เพิ่มขึ้น YoY เราคาดว่าอัตราค่าไถ่ขั้นต้น (GPM) จะอยู่ที่ 44.9% ในไตรมาส 1/2565 ลดลงจากระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 57% ในไตรมาส 4/2564 แต่เพิ่มขึ้นจาก 30.5% ในไตรมาส 1/2564 สาเหตุของการปรับลดลงเชิง QoQ คาดจะมาจากอัตราค่ารักษาผู้ป่วยโควิด-19 ของสปสช. ที่ลดลง และผู้ป่วยมีอาการเล็กน้อย รวมทั้งอัตราค่าไถ่ที่สูงเป็นพิเศษในไตรมาส 4/2564 แม้เราคาดว่า BCH น่าจะเรียกเก็บค่ารักษาเพิ่มขึ้นในเดือนมี.ค. หลังยกเลิกโปรแกรมโควิด-19 ของ UCEP แต่ยังไม่สามารถสนับสนุนให้อัตราค่าไถ่จะเพิ่มขึ้น QoQ ปัจจัยหนุนการเติบโตเชิง YoY คาดจะมาจากสัดส่วนรายได้โควิด-19 ที่สูงขึ้น และความประหยัดต่อขนาดที่ดีขึ้นของโรงพยาบาลใหม่ 3 แห่ง เราคาดว่า EBITDA margin จะมีแนวโน้มเดียวกันคือลดลง QoQ แต่เพิ่มขึ้น YoY มาอยู่ที่ 42.6%
- ▶ ปรับเพิ่มประมาณการกำไรปกติปี 2565-67 เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรปกติปี 2565 ขึ้น 5% จากการปรับเพิ่มประมาณการรายได้จากโควิด-19 เป็นหลัก เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรปกติปี 2566-67 ขึ้นปีละ 3% จากการปรับเพิ่มประมาณการรายได้ขึ้นทั้งจากผู้ป่วยที่ไม่ใช่โควิด-19 และประกันสังคม เราคาดว่ากำไรปกติปี 2565 จะลดลง 38% ในปี 2565 และ 59% ในปี 2566 จากรายได้โควิด-19 ที่ลดลงมาก ก่อนที่จะฟื้นตัวขึ้น 8% ในปี 2567

Valuation and Recommendation

- ▶ เราคำนวณมูลค่าหุ้น BCH ด้วยวิธี DCF และ WACC ที่ 7.7% ราคาเป้าหมายปี 2565 ของเราที่ 24.60 บาท สะท้อน PER ปี 2565 ที่ 14.5 เท่า ต่ำกว่าระดับเฉลี่ย 12 ปีก่อนที่ 27.2 เท่า และ PER ปี 2566 ที่ 35.0 เท่า ซึ่งใกล้เคียงกับที่ 1SD มากกว่าระดับเฉลี่ย 12 ปีก่อน (35.5 เท่า) และสะท้อนอัตราผลตอบแทนเงินปันผลที่ 3.4% ในปี 2565
- ▶ เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" BCH เพราะได้ประโยชน์จากการระบาดของโควิด-19 และจำนวนผู้ป่วยต่างชาติที่ฟื้นตัวขึ้นจากการเปิดประเทศ เราคาดว่าการทำงานไตรมาส 1/2565 จะสะท้อนว่า BCH ยังได้ประโยชน์จากการระบาดของโควิด-19 ขณะที่การผ่อนคลายข้อจำกัดในการเข้าประเทศและการเปิดด่านชายแดนจะช่วยหนุนให้โหมเม้นต์รายได้ผู้ป่วยต่างชาติดีขึ้นหลังไตรมาส 1/2565 เราคาดว่ามีโอกาสที่ตลาดจะปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิของ BCH ส่วน downside risk คือการหายไปของโรคโควิด-19 และอุปสงค์วัคซีนทางเลือกที่ต่ำกว่าคาด

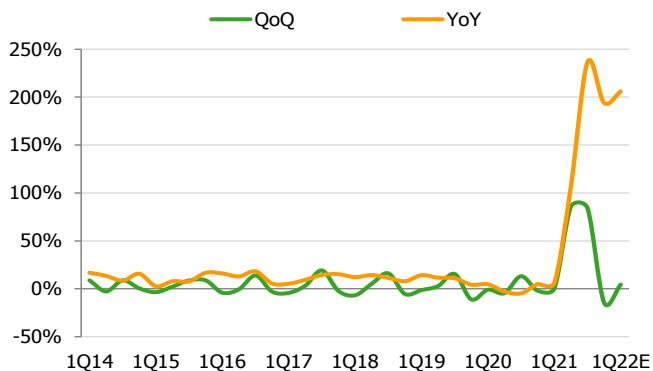


Fig 1 Earnings estimate 1Q22E

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	%YoY	%QoQ	%YTD	2022E	%YoY
Financials										
Total revenues (Btmn)	2,329	4,326	7,970	6,828	7,127	206.0	4.4	35.3	20,178	-5.9
EBITDA (Btmn)	691	1,808	4,152	3,725	3,042	340.3	-18.3	45.4	6,703	-35.4
Operating profit (Btmn)	419	1,607	3,915	3,482	2,787	564.6	-20.0	49.0	5,687	-39.6
Core profit (Btmn)	330	1,146	2,896	2,480	2,124	544.1	-14.4	50.2	4,233	-38.2
Net profit (Btmn)	324	1,146	2,896	2,480	2,124	556.1	-14.4	50.2	4,233	-38.2
Net EPS (Bt)	0.13	0.46	1.16	0.99	0.85	556.1	-14.4	50.2	1.70	-38.2
Performance Drivers										
Avg visits per day	3,553	8,977	7,920	8,911	9,314	162.2	4.5	131.7	7,072	-4.4
Revenue per visit (Bt)	2,870	2,230	2,135	2,140	2,153	-25.0	0.6	79.0	2,724	20.8
Admission per day	86	361	1,289	322	1,771	1,952.5	450.8	228.1	776	49.6
Revenue per admission (Bt)	72,950	52,550	47,660	138,360	27,137	-62.8	-80.4	80.9	33,556	-47.4
Avg number of SSO ('000)	888	890	894	899	900	1.3	0.1	100.7	894	0.1
Ratios										
Gross margin (%)	30.5	46.4	53.7	57.0	44.9	Change 14.4	Avg YTD -12.1	44.9	2022E 36.7	Change -14.1
EBITDA margin (%)	29.0	41.8	52.0	54.5	42.6	13.6	-11.9	42.6	33.1	-15.1
Optg. margin (%)	18.0	37.1	49.1	51.0	39.1	21.1	-11.9	39.1	28.2	-15.7
ROE (%)	17.9	57.0	109.7	76.4	56.3	38.3	-20.2	56.3	32.0	-20.7

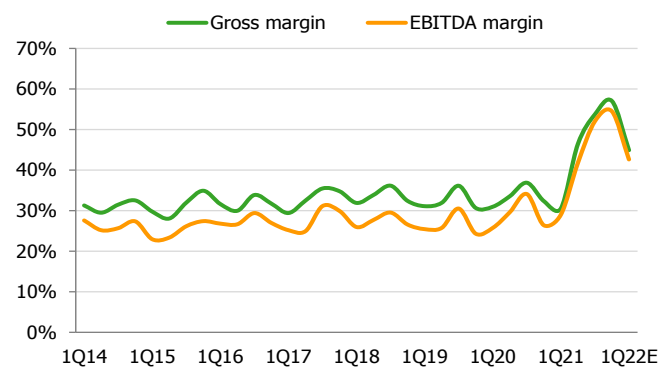
Source: Company data, KS Research

Fig. 2 Total revenue growth – QoQ and YoY



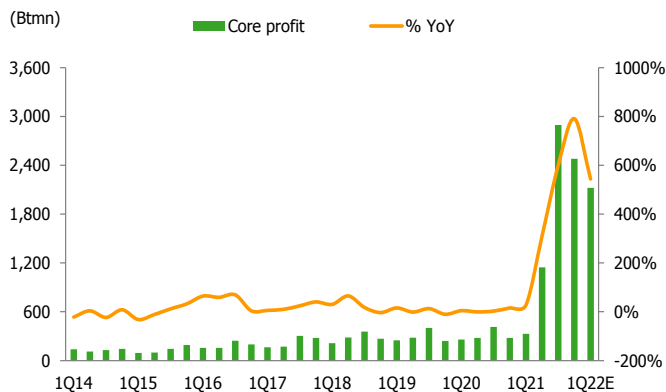
Source: Company and KS Research

Fig. 3 Gross margin and EBITDA margin



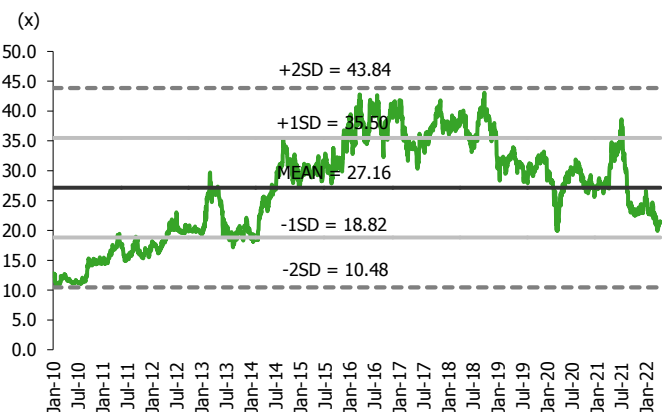
Source: Company and KS Research

Fig. 4 Core profit and YoY growth



Source: Company and KS Research

Fig. 5 12M FWD PER (x)



Source: Bloomberg and KS Research



Fig 6 Earnings revisions

(Btmn)	2022E	2023E	2024E
Total revenues - New	20,178	10,981	11,639
Total revenues - Old	19,174	10,816	11,424
% Chg	5%	2%	2%
Gross margin (%) - New	36.7	33.9	34.3
Gross margin (%) - Old	36.8	33.8	34.2
% Chg	0%	0%	0%
SG&A - New	1,711	1,389	1,505
SG&A - Old	1,658	1,372	1,481
% Chg	3%	1%	2%
EBITDA - New	6,703	3,416	3,629
EBITDA - Old	6,413	3,366	3,564
% Chg	5%	1%	2%
Core profit - New	4,233	1,755	1,898
Core profit - Old	4,023	1,709	1,834
% Chg	5%	3%	3%
Net profit - New	4,233	1,755	1,898
Net profit - Old	4,023	1,709	1,834
% Chg	5%	3%	3%

Source: KS Research



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue	8,980	21,454	20,178	10,981	11,639
Cost of sales and services	-5,975	-10,561	-12,780	-7,261	-7,641
Gross Profit	3,006	10,892	7,399	3,720	3,998
SG&A	-1,213	-1,469	-1,711	-1,389	-1,505
Other income	0	0	0	0	0
EBIT	1,837	9,505	5,740	2,402	2,565
EBITDA	2,616	10,377	6,703	3,416	3,629
Interest expense	-132	-151	-122	-32	-11
Equity earnings	3	2	3	3	3
EBT	1,705	9,354	5,618	2,370	2,554
Income tax	-313	-1,846	-1,051	-432	-466
NPAT	1,392	7,507	4,567	1,938	2,088
Minority Interest	163	661	334	183	190
Core Profit	1,229	6,852	4,233	1,755	1,898
Extraordinary items	0	-6	0	0	0
FX gain (loss)	0	0	0	0	0
Reported net profit	1,229	6,846	4,233	1,755	1,898

Balance Sheet (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Cash & equivalents	946	5,256	4,043	2,992	3,870
ST investments	0	0	0	0	0
Accounts receivable	2,303	5,669	3,069	2,469	2,749
Inventories	250	437	437	447	455
Other current assets	40	2,179	54	62	70
Total current assets	3,538	13,541	7,603	5,970	7,144
Investment in subs & others	998	486	485	485	484
Fixed assets-net	11,363	11,790	11,882	11,492	11,056
Other assets	627	567	569	572	575
Total assets	16,527	26,384	20,539	18,519	19,260
Short-term debt	4,297	2,978	1,850	750	250
Accounts payable	565	893	793	443	643
Other current liabilities	806	3,976	1,680	1,049	1,144
Total current liabilities	5,667	7,848	4,324	2,242	2,037
Long-term debt	2,946	3,979	1,108	208	0
Other liabilities	288	252	222	232	242
Total liabilities	8,901	12,078	5,653	2,681	2,279
Paid-up capital	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494
Share premium	645	645	645	645	645
Reserves & others, net	158	145	145	145	145
Retained earnings	3,589	9,696	9,943	10,710	11,663
Minority interests	742	1,326	1,660	1,843	2,034
Total shareholders' equity	7,626	14,306	14,886	15,837	16,980
Total equity & liabilities	16,527	26,384	20,539	18,519	19,260

Key Assumptions	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Avg visits per day	2,993	7,401	7,072	3,510	3,637
Revenue per visit (Bt)	2,999	2,254	2,724	2,697	2,723
% growth	10.1	-24.8	20.8	-1.0	1.0
Avg admission per day	89	519	776	174	181
Revenue per admission (Bt)	73,949	63,747	33,556	57,382	59,103
% growth	10.4	-13.8	-47.4	71.0	3.0
Avg number of SSO ('000)	884	893	983	1,023	1,058

Source: Company, KS estimate

Cashflow (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Net profit	1,229	6,846	4,233	1,755	1,898
Depreciation & amortization	782	874	966	1,017	1,067
Change in working capital	-611	-2,193	2,329	-400	-1
Others	0	0	0	0	0
CF from operation activities	1,400	5,526	7,527	2,372	2,963
Capital expenditure	-2,530	-1,300	-1,058	-627	-630
Investment in subs and affiliates	8	512	1	1	1
Others	-100	60	-2	-3	-3
CF from investing activities	-2,622	-727	-1,059	-629	-633
Cash dividend	-574	-821	-3,986	-987	-945
Net proceeds from debt	1,775	-286	-3,999	-2,000	-708
Capital raising	0	0	0	0	0
Others	88	619	304	193	200
CF from financing activities	1,289	-489	-7,681	-2,794	-1,452
Net change in cash	67	4,310	-1,213	-1,051	879

Key Statistics & Ratios	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Per share (Bt)					
Reported EPS	0.49	2.75	1.70	0.70	0.76
Core EPS	0.49	2.75	1.70	0.70	0.76
DPS	0.23	1.20	0.84	0.36	0.39
BV	2.76	5.20	5.30	5.61	5.99
EV	16.42	21.31	22.83	22.52	21.96
Free Cash Flow	-0.45	1.69	2.59	0.70	0.94
Valuation analysis					
Reported P/E (x)	27.59	7.32	13.31	32.12	29.70
Core P/E (x)	27.59	7.32	13.31	32.12	29.70
P/BV (x)	4.93	3.86	4.26	4.03	3.77
EV/EBITDA (x)	15.65	5.12	8.49	16.44	15.09
Price/Cash flow (x)	24.22	9.07	7.49	23.76	19.02
Dividend yield (%)	1.69	5.97	3.74	1.59	1.72
Profitability ratios					
Gross margin (%)	33.47	50.77	36.67	33.87	34.35
EBITDA margin (%)	29.00	48.19	33.14	30.92	31.00
Operating Margin (%)	19.97	43.92	28.19	21.22	21.41
Net profit margin (%)	15.50	34.99	22.63	17.65	17.94
ROA (%)	8.42	28.45	22.23	10.47	10.84
ROE (%)	17.86	52.74	32.00	12.54	12.70
Liquidity ratios					
Current ratio (x)	0.62	1.73	1.76	2.66	3.51
Quick ratio (x)	0.57	1.39	1.64	2.44	3.25
Leverage Ratios					
Liabilities/Equity ratio (x)	1.17	0.84	0.38	0.17	0.13
Net debt/EBITDA (x)	2.41	0.16	-0.16	-0.60	-1.00
Net debt/equity (x)	0.83	0.12	-0.07	-0.13	-0.21
Int. coverage ratio (x)	13.90	62.83	47.08	75.53	224.00
Growth					
Revenue (%)	0.31	138.89	-5.94	-45.58	5.99
EBITDA (%)	9.63	296.66	-35.40	-49.04	6.24
Reported net profit (%)	8.33	456.85	-38.17	-58.55	8.15
Reported EPS (%)	8.33	456.85	-38.17	-58.55	8.15
Core profit (%)	4.96	457.34	-38.23	-58.55	8.15
Core EPS (%)	4.96	457.34	-38.23	-58.55	8.15

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.