

## กรุงเทพดุสิตเวชการ – BDMS



<b>ชื่อ</b>	
ราคาเป้าหมาย	26.75 บาท
Upside/Downside	+25%
Median Consensus	24.20 บาท
1M price direction:	



Stock information	
ราคาปิด	21.40 บาท
ราคาปิดสูง/ต่ำใน 1 ปี	23.70/17.30 บาท
มูลค่าตลาด	340,088 ล้านบาท
ปริมาณหุ้น (พาร์ 0.1)	15,892 ล้านหุ้น
Free Float	65.98%
Foreign Limit/Available	25%/5.75%
NVDR in hand (% of share)	7.81%
ปริมาณหุ้นเฉลี่ย/วัน('000)	34,811.01
Anti-corruption:	n/a
CG Score:	

XD - Date			
Period	Date	DPS(Bt)	
01/01/20-31/12/20	10/03/21	0.55	
01/01/19-31/12/19	11/03/20	0.30	
01/01/19-30/06/19	11/09/19	0.25	



**วุดน มาหาทรงคัก**  
 เลขทะเบียนบัตรวิเคราะห์ : 081151  
 E-mail: v-rin@trinitythai.com

### ผลกระทบจาก COVID-19 รอบ 2 กดดันผลประกอบการระยะสั้น

- รายงานกำไร 1Q64 ที่ 1.34 พันล้านบาท ปรับตัวลดลง 42.3% QoQ และ 48% YoY โดยการปรับตัวลดลงมาจากกำไรส่วนแบ่งกำไรที่ลดลง เนื่องจากการขายหุ้น BH ไปใน 4Q63
- รายได้รายได้จากการบริการทางการแพทย์อยู่ที่ 1.53 หมื่นล้านบาท ปรับตัวลดลง 10.6% QoQ และ 18.9% YoY จากรายได้คนไข้ต่างชาติเป็นที่ยอมรับ อย่างไรก็ดี ในเดือนมี.ค. 2564 รายได้ฟื้นตัวได้ดีขึ้นจากการขาย Package ตรวจสุขภาพ
- แนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมาย 26.75 บาท โดยวิธี DCF อิงค่า WACC ที่ 7.9%

### 1Q64 Earnings Result

- BDMS รายงานกำไรสุทธิ 1Q64 ที่ 1.34 พันล้านบาท ปรับตัวลดลง 42.3% QoQ และ 48% YoY โดยการปรับตัวลดลงมาจากกำไรส่วนแบ่งที่ลดลง เนื่องจากการขายหุ้น BH ไปเมื่อ 4Q63
- รายได้รวมอยู่ที่ 1.62 หมื่นล้านบาท ปรับตัวลดลง 10.3% QoQ และ 18.8% YoY โดยที่เป็นสัดส่วนรายได้จากการบริการทางการแพทย์ที่ 1.53 หมื่นล้านบาท ปรับตัวลดลง 10.6% QoQ และ 18.9% YoY โดยการปรับตัวลดลงมาจากรายได้จากคนไข้ต่างชาติเป็นหลัก โดยที่ใน 1Q63 มีสัดส่วนรายได้คนไข้ต่างชาติ : คนไข้ชาวไทย ที่ 29: 71 แต่ใน 1Q64 ได้ปรับสัดส่วนเป็น 19:81 และการปรับตัวลดลงของรายได้คนไข้ไทย QoQ มาจากใน 4Q63 มีการระบาดของ RSV และผลกระทบของการระบาดของ COVID-19 รอบ 2 ที่ส่งผลกระทบต่อเรื่องในเดือนม.ค. 2564 อย่างไรก็ดี ในเดือนมี.ค. 2564 รายได้ฟื้นตัวได้ดีขึ้นจากการขาย Package ตรวจสุขภาพผ่านทาง Online
- อัตราการครองเตียงใน 1Q64 อยู่ที่ 41% ปรับตัวลดลงจาก 61% ใน 1Q63 โดยที่รายได้กลุ่ม IPD ปรับตัวลดลง 24% YoY และกลุ่ม OPD ปรับตัวลดลง 11% YoY
- EBITDA Margin ใน 1Q64 อยู่ที่ 21.7% ปรับตัวลดลงมาจาก 23.9%

### กลยุทธ์ดึงดูดคนไข้ไทย

คาด EBITDA Margin จะยังคงอยู่ในระดับที่ใกล้เคียงปี 2563 ที่ 21-22% จากการที่ BDMS ยังคงสามารถควบคุมค่าใช้จ่ายได้เป็นอย่างดี จากปี 2563 ที่ BDMS ได้เพิ่มช่องทางในการจำหน่าย Package ตรวจสุขภาพผ่านทาง Online เช่น Shopee ที่มียอดขายกว่า 70,000 Package ในขณะที่การเพิ่มฐานรายได้จากกลุ่มประกันเอกชนยังคงเป็นกลยุทธ์หลัก เนื่องจากคนไข้กลุ่มประกันเอกชนเป็นกลุ่มที่ได้รับผลกระทบจากความผันผวนทางเศรษฐกิจต่ำ โดยที่ปี 2563 มีสัดส่วนรายได้จากกลุ่มประกันเอกชนที่ 32% ปรับตัวสูงขึ้นต่อเนื่องจากระดับ 29% ในปี 2561 และยังคงเน้นการยกระดับโรงพยาบาลในเครือให้เป็นระดับ COE

### แนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมาย 26.75 บาท

เราแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมาย 26.75 บาท ด้วยวิธี DCF อิง WACC ที่ 7.8% โดยปัจจุบัน BDMS เทรดอยู่ที่ EV/EBITDA ที่ 20X ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยที่ 22X ในขณะที่การเติบโตของรายได้ในปี 2564 คาดว่า จะสามารถฟื้นตัวได้อย่างดี โดยเฉพาะ 2H64 ที่หากเริ่มมีการฉีดวัคซีนป้องกัน COVID-19 ครอบคลุมมากขึ้น จะส่งผลให้คนไข้ต่างชาติสามารถกลับมาบินได้ จึงมองการฟื้นที่แข็งแกร่งจากการดำเนินงานปกติของ BDMS

### ข้อมูลทางการเงิน

Year End:	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Sales(Bt mn)	78,417	82,723	68,074	74,021	79,878
EBITDA (Bt mn)	16,259	16,752	13,955	14,115	14,875
Net Profit (Bt mn)	9,191	15,517	7,214	8,641	9,063
EPS (Bt)	0.59	0.46	0.55	0.58	0.54
EV/EBITDA (x)	14.62	20.63	24.47	23.53	22.36
PER(x)	5.37	25.24	45.61	38.08	36.31
DPS(Bt)	0.32	0.55	0.55	0.30	0.32
Div Yield (%)	1%	2%	3%	1%	2%
ROE (%)	13%	18%	8%	10%	10%
P/BV (X)	0.70	4.67	3.74	3.95	3.77

Source: BDMS, Trinity Research

## BDMS: Financial Statement

**BDMS's quarterly income statement (Bt mn)**

(Unit: Bt mn)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	%QoQ	%YoY
<b>Revenues</b>							
<b>Sales</b>	<b>19,740</b>	<b>13,787</b>	<b>16,719</b>	<b>17,828</b>	<b>16,027</b>	<b>-10.1%</b>	<b>-18.8%</b>
COGs	13,034	9,853	11,169	12,315	11,051	-10.3%	-15.2%
<b>Gross profits</b>	<b>5,112</b>	<b>2,339</b>	<b>3,935</b>	<b>3,904</b>	<b>3,396</b>	<b>-13.0%</b>	<b>-33.6%</b>
Other income	274	207	275	2,700	267	-90.1%	-2.8%
SG&A	3,773	3,131	3,272	3,985	3,284	-17.6%	-13.0%
<b>EBITDA</b>	<b>1,614</b>	<b>(585)</b>	<b>938</b>	<b>2,619</b>	<b>379</b>	<b>-85.5%</b>	<b>-76.5%</b>
Depreciation&A mortisation	1,593	1,595	1,615	1,610	1,581	-1.8%	-0.8%
Interest expense	228	218	146	279	195	-30.0%	-14.6%
Income tax	506	226	482	1,538	330	-78.5%	-34.7%
Equity from subsidiary	218	(37)	66	26	3	-88.8%	-98.7%
<b>Net profit before extra item</b>	<b>2,568</b>	<b>458</b>	<b>1,869</b>	<b>2,319</b>	<b>1,339</b>	<b>-42.3%</b>	<b>-47.9%</b>
Extra ordinary gain (loss)	-	-	-	-	-	-	-
<b>Net profit (loss)</b>	<b>2,568</b>	<b>458</b>	<b>1,869</b>	<b>2,319</b>	<b>1,339</b>	<b>-42.3%</b>	<b>-47.9%</b>
EPS (Bt) before extra item	0.16	0.03	0.12	0.15	0.09	-42.3%	-47.9%
EPS (Bt)	0.16	0.03	0.12	0.15	0.09	-42.3%	-47.9%

Source: Company Data, Trinity Research

<b>BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES</b>					
<b>Income statement</b>					
<b>Year End Dec (Btm)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>
Sales	78,417	82,723	68,074	74,021	79,878
Cost of good sold	(46,160)	(48,525)	(39,958)	(44,642)	(48,505)
<b>Gross Profit</b>	<b>32,257</b>	<b>34,198</b>	<b>28,116</b>	<b>29,379</b>	<b>31,373</b>
SG&A	(15,998)	(17,447)	(14,161)	(15,264)	(16,498)
<b>EBITDA</b>	<b>16,259</b>	<b>16,752</b>	<b>13,955</b>	<b>14,115</b>	<b>14,875</b>
Depreciation & Amortization	(5,386)	(5,752)	(6,413)	(3,281)	(3,290)
<b>EBIT</b>	<b>10,873</b>	<b>10,999</b>	<b>7,542</b>	<b>10,834</b>	<b>11,586</b>
Equity Shares	1,690	1,022	273	105	120
Financial Costs	(1,165)	(929)	(871)	(491)	(482)
Other Income	990	8,790	3,457	980	780
Other Expenses	0	0	0	0	0
<b>Pretax Profit</b>	<b>12,387</b>	<b>19,883</b>	<b>10,401</b>	<b>11,427</b>	<b>12,003</b>
Tax	(2,740)	(3,873)	(2,751)	(2,264)	(2,377)
<b>Net Profit before minority</b>	<b>9,647</b>	<b>16,009</b>	<b>7,649</b>	<b>9,163</b>	<b>9,627</b>
Less Minority Interest	(456)	(492)	(435)	(522)	(564)
<b>Net Profit before Extra.</b>	<b>9,191</b>	<b>15,517</b>	<b>7,214</b>	<b>8,641</b>	<b>9,063</b>
Impairment loss on assets	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
<b>Reported Net Profit</b>	<b>9,191</b>	<b>15,517</b>	<b>7,214</b>	<b>8,641</b>	<b>9,063</b>
<b>EPS (Bt)</b>	<b>0.59</b>	<b>0.99</b>	<b>0.46</b>	<b>0.55</b>	<b>0.58</b>
Core (EPS)	0.59	0.99	0.46	0.55	0.58
<b>Statements of Financial Position</b>					
<b>Year End Dec (Btm)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>
Cash in hand & at banks	5,034	4,696	19,666	11,123	12,979
Short term investment	817	900	0	0	0
Accounts receivable -net	7,545	8,850	7,192	6,084	6,565
Inventories	1,786	1,843	1,855	8,561	11,960
Other current assets	17	36	1,299	1,413	1,525
<b>Total Current Assets</b>	<b>15,198</b>	<b>16,325</b>	<b>30,013</b>	<b>27,181</b>	<b>33,030</b>
Investments	23,183	18,015	944	939	934
Property, Plant & Equipment	74,813	78,794	81,677	82,395	82,606
Good will	17,539	17,539	17,539	17,539	17,539
Intangible assets	1,273	1,345	1,356	1,356	1,356
Deferred tax assets	96	125	93	93	93
Others	1,397	1,519	4,430	4,430	4,430
<b>Total Assets</b>	<b>133,499</b>	<b>133,662</b>	<b>136,050</b>	<b>133,933</b>	<b>139,986</b>
Loans and O/D from banks	5,878	24	0	0	0
Account payable-trade	11,149	12,169	8,160	9,116	9,905
Current portion 1 yr L/T loans	9,319	5,276	510	1,275	1,020
Other current liabilities	2,153	1,795	2,551	2,602	2,654
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>28,499</b>	<b>19,263</b>	<b>11,220</b>	<b>12,993</b>	<b>13,579</b>
Long-term debt	5,165	4,538	9,142	10,056	11,062
Other	26,397	22,679	24,225	23,585	23,405
<b>Total Liabilities</b>	<b>60,061</b>	<b>46,480</b>	<b>44,588</b>	<b>46,634</b>	<b>48,046</b>
Paid-up share capital	1,567	1,589	1,589	1,589	1,589
Premium on share capital	24,741	30,166	30,166	30,166	30,166
Legal reserve	176	176	176	176	176
Reserve for expansion	0	0	0	0	0
Subordinated capital debentures	0	0	0	0	0
Unappropriated	37,657	45,708	47,100	50,988	55,066
Others	6,179	6,174	8,880	305	305
<b>Total Equity before MI</b>	<b>70,320</b>	<b>83,813</b>	<b>87,910</b>	<b>83,224</b>	<b>87,302</b>
Minority Interest	3,118	3,368	3,553	4,075	4,638
<b>Total Equity</b>	<b>73,438</b>	<b>87,182</b>	<b>91,463</b>	<b>87,299</b>	<b>91,941</b>
<b>Total Liabilities &amp; Equity</b>	<b>133,499</b>	<b>133,662</b>	<b>136,050</b>	<b>133,933</b>	<b>139,986</b>

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2088-9100 โทรสาร 0-2088-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันในความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

<b>BANGKOK DUSIT MEDICAL</b>					
<b>Cash Flow Statement</b>					
<b>Year End Dec (Btm)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>
Pre-tax profit	13,097	20,319	10,837	11,397	11,922
Depreciation	5,386	5,752	6,413	3,281	3,290
Chg in working capital	(2,740)	(3,873)	(2,751)	(2,264)	(2,377)
Tax paid	0	0	0	0	0
Other operating activities	1,734	(191)	(4,742)	(5,092)	(2,957)
<b>CF from Operating</b>	<b>17,476</b>	<b>22,007</b>	<b>9,755</b>	<b>7,322</b>	<b>9,877</b>
Capital expenditure	(8,367)	(9,805)	(9,307)	(4,000)	(3,500)
Change in investments	(6,995)	5,056	18,004	5	5
Other investing activities	0	0	0	0	0
<b>CF from Investment</b>	<b>(15,363)</b>	<b>(4,749)</b>	<b>8,697</b>	<b>(3,995)</b>	<b>(3,495)</b>
Capital Increase	4,186	5,447	0	0	0
Debt Financing	614	(15,520)	(184)	1,679	251
Dividend (incl. tax)	(5,598)	(6,950)	(4,768)	(4,753)	(4,985)
Other financing activities	685	(573)	1,469	(8,797)	208
<b>CF from Financing</b>	<b>(113)</b>	<b>(17,595)</b>	<b>(3,482)</b>	<b>(11,870)</b>	<b>(4,526)</b>
<b>Change in Cash</b>	<b>2,001</b>	<b>(337)</b>	<b>14,970</b>	<b>(8,543)</b>	<b>1,856</b>
<b>Beginning Cash</b>	<b>5,091</b>	<b>5,034</b>	<b>4,696</b>	<b>19,666</b>	<b>11,123</b>
<b>Ending Cash</b>	<b>7,092</b>	<b>4,696</b>	<b>19,666</b>	<b>11,123</b>	<b>12,979</b>
<b>Key Ratios</b>					
<b>Year End Dec (Bt mn)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>
<b>Per Share (Bt)</b>					
EPS	0.59	0.99	0.46	0.55	0.58
DPS	0.32	0.55	0.55	0.30	0.32
BV	4.49	5.35	5.61	5.31	5.57
CF	1.12	1.40	0.62	0.47	0.63
<b>Liquidity Ratio (x)</b>					
Current Ratio	0.53	0.85	2.67	2.09	2.43
Quick Ratio	0.47	0.75	2.51	1.43	1.55
<b>Profitability Ratio (%)</b>					
Gross Margin (Inc. Depre)	34.27%	34%	32%	35%	35%
EBITDA Margin	20.73%	20%	20%	19%	19%
EBIT Margin	13.87%	13%	11%	15%	15%
Net Margin	11.72%	19%	11%	12%	11%
ROE	12.52%	18%	8%	10%	10%
<b>Efficiency Ratio</b>					
ROA	6.89%	11.61%	5.30%	6.45%	6.47%
ROFA	12.29%	19.69%	8.83%	10.49%	10.97%
<b>Leverage Ratio (x)</b>					
Debt to Equity	0.29	0.12	0.11	0.14	0.14
Net Debt to Equity	0.21	0.05	-0.11	0.00	-0.01
Interest Coverage Ratio	9.33	11.84	8.66	22.06	24.03
<b>Growth</b>					
Sales Growth	9.02%	5%	-18%	9%	8%
EBITDA Growth	-6.38%	48%	-32%	-13%	4%
Net Profit Growth	-10.03%	69%	-54%	20%	5%
EPS Growth	-10.03%	69%	-54%	20%	5%
<b>Valuation</b>					
PER (x)	5.37	25.24	45.61	38.08	36.31
P/BV (x)	0.70	4.67	3.74	3.95	3.77
EV/EBITDA (x)	22.25	14.62	20.63	24.47	23.53
Dividend Yield (%)	1.28%	2.20%	2.62%	1.44%	1.51%
Dividend Payout Ratio (%)	55%	56%	119%	55%	55%

**Corporate Governance Report Rating**

ช่วงคะแนน Score	สัญลักษณ์ Range Number of Logo	ความหมาย	Description
90 - 100		ดีเลิศ	Excellent
80 - 89		ดีมาก	Very Good
70 - 79		ดี	Good
60 - 69		ดีพอใช้	Satisfactory
50 - 59		ผ่าน	Pass
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A	N/A

**Disclaimer** : การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการทำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**Anti-corruption Progress Indicators**

บริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย แบ่งเป็น 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC

**Disclaimer** : การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด