

**บางกอก เซน ฮอสปิเทล- BCH**



**ซื้อ**

ราคาเป้าหมาย 30.30 บาท  
Upside/Downside +33%  
Median Consensus 28.75 บาท  
1M price direction:



**Stock information**

ราคาปิด 22.80 บาท  
ราคาปิดสูง/ต่ำใน 1 ปี 26.75/12.80 บาท  
มูลค่าตลาด 56,857 ล้านบาท  
ปริมาณหุ้น (พาร์ 1) 2,493.7 ล้านหุ้น  
Free Float 50.01%  
Foreign Limit/Available 49%/40.02%  
NVDR in hand (% of share) 12.98%  
ปริมาณหุ้นเฉลี่ย/วัน('000) 19,981.18  
Anti-corruption: ได้รับการรับรอง  
CG Score:

**XD - Date**

Period	Date	DPS(Bt)
01/01/21-30/06/21	31/08/21	0.20
01/07/20-31/12/20	10/05/21	0.13
01/01/20-30/06/20	27/08/20	0.10



**วุดน มาหาธรงค์กุล**  
เลขหมายมือถือประจำตัว: 0811151  
E-mail: v-rin@trinitythai.com

**คาด 3Q64 เติบโตโดดเด่นทั้ง QoQ และ YoY**

- คาดผลประกอบการดีต่อเนื่องไปยั้ง 3Q64 จากการระบาดของ COVID-19 ที่รุนแรงกว่า 2Q64 และจากการเพิ่มจำนวนเตียงของ Hospitel เป็น 1.66 หมื่นเตียง
- คงคาดการณ์รายได้ที่ 1.13 หมื่นล้านบาท และกำไรสุทธิที่ 2.16 พันล้านบาท คิดเป็นการเติบโตที่ 76.3% YoY
- ยังคงแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมาย 30.30 บาท/หุ้น อิง WACC ที่ 7%

**Meeting Update**

- สัดส่วนรายได้ที่เกี่ยวข้องกับ COVID-19 ใน 2Q21 อยู่ที่ 55.6% ของรายได้รวม โดยที่ 28.8% มาจากการรับตรวจเชื้อที่ 5.88 แสนราย และรายได้จาก Hospitel รวมกับการบริการรักษาในโรงพยาบาลอยู่ที่ 24.5%
- สัดส่วนรายได้จากกลุ่มประกันสังคมปรับตัวลดลง แม้ว่าจะมีจำนวนผู้ประกันตนสูงขึ้น 0.4% แต่จำนวนการ visit และรายได้ต่อหัวปรับตัวลดลงจากการเลื่อนผ่าตัดเล็กและการตรวจสุขภาพ
- รายได้ใน 3Q64 คาดมีสัดส่วนจากรายได้ที่เกี่ยวข้องกับ COVID-19 เพิ่มขึ้น หลังจากได้เพิ่มจำนวน Hospitel เป็น 39 แห่ง รองรับผู้ป่วยสีเขียว 1.66 หมื่นราย และมีอัตราการครองเตียงที่ 90% และมีจำนวนผู้ป่วยครองเตียงเฉลี่ยในโรงพยาบาล ที่ 1,500-1,700 ราย/วัน จาก 1,000 ราย/วันในช่วงเดือน มิ.ย.2564 และ Capacity ในการรับตรวจเชื้ออยู่ที่ 16,000 ราย/วัน
- BCH ได้รับจัดสรรวัคซีน Moderna ล็อตแรกที 1.6 ล้านโดส (จากทั้งหมด 3.9 ล้านโดส) โดยที่รายได้จากการให้บริการวัคซีนที่ 1,650 บาท/โดส จะเริ่มรับรู้ใน 4Q64 ที่ 40% และอีก 60% จะรับรู้ใน 1Q65 และใน 4Q64 คาดว่าจะมีการรับเปิดจองล็อต 2 เพิ่มในขณะที่ถ้าไรใน 4Q64 คาดว่าจะใกล้เคียงกับ 2Q64 เนื่องจากจำนวนผู้ติดเชื้อคาดว่าจะลดลงจาก 3Q64 แต่จะได้รับรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากการให้บริการวัคซีน Moderna
- แม้ว่าทางสปสช.จะปรับลดอัตราค่าบริการเบิกจ่ายสำหรับการตรวจเชื้อแบบ PCR แต่เนื่องจากราคาต้นทุนก็ได้ปรับตัวลดลงเช่นกัน ส่งผลให้ Margin ไม่ได้รับผลกระทบ

**ยังคงคาดการณ์ปี 2564**

เรายังคงคาดการณ์กำไรปี 2564 ที่ 2.16 พันล้านบาท จากการคาดการณ์รายได้ที่ 1.13 หมื่นล้านบาท โดยใน 3Q64 จะมีจำนวน Hospitel เพิ่มขึ้นเป็น 39 แห่ง จำนวนเตียง 1.66 หมื่นเตียง และโรงพยาบาลใหม่ 2 แห่ง ได้แก่ โรงพยาบาลเกษมราษฎร์ ปราจีนบุรี และโรงพยาบาลเกษมราษฎร์ อินเตอร์เนชั่นแนล อรัญประเทศ ได้เพิ่มจำนวนเตียงเพื่อรองรับคนไข้ COVID-19 กลุ่มสีเขียว-แดง ที่ทางสปสช.ได้เพิ่มอัตราการเบิกจ่าย

**ยังคงแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมาย 30.30 บาท**

รายได้และกำไรยังคงได้รับการสนับสนุนจาก COVID-19 และหากสถานการณ์คลี่คลายจะมี Pent Up Demand ของทั้งจากคนไข้ในประเทศและคนไข้ Fly In ช่วยลดความผันผวนจากรายได้ COVID-19 ในขณะที่ฐานคนไข้ จะมีการเติบโตจากการที่ BCH มีการรับลงทะเบียนคนไข้ใหม่กว่า 4.5 แสนราย ในช่วงที่รับตรวจและรักษา COVID-19 ซึ่งยังไม่นับรวมฐานคนไข้จากการรับวัคซีน Moderna ที่ BCH มีอยู่ 1.6 ล้านโดส และการปรับเพิ่มของการเบิกจ่ายผู้ป่วยสีเขียว-แดง ขึ้นราว 20% จะส่งผลให้มีรายได้และ Margin ที่สูงขึ้น ยังคงแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมาย 30.30 บาท โดยเราคาดว่าไรจะมีการเติบโตที่ 76.3% YoY และประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลที่ 0.2บาท/หุ้น XD วันที่ 31 ส.ค. 2564

**ข้อมูลทางการเงิน**

Year End:	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Sales(Bt mn)	8,131	8,953	8,980	11,321	11,008
EBITDA (Bt mn)	2,232	2,377	2,616	3,549	2,869
Net Profit (Bt mn)	1,089	1,135	1,229	2,167	1,690
EPS (Bt)	0.44	0.46	0.49	0.87	0.68
EV/EBITDA (x)	18.25	17.12	16.77	11.09	13.81
PER(x)	36.51	37.57	40.57	28.76	36.89
DPS(Bt)	0.23	0.22	0.23	0.52	0.41
Div Yield (%)	1.44%	1.29%	1.15%	2.09%	1.63%
ROE (%)	19.00%	18.72%	32.26%	30.46%	29.10%
P/BV	6.98	6.83	7.24	8.67	10.56

Source: BCH, Trinity Research

**ปัจจัยเสี่ยง**

- การปรับนโยบายการเบิกค่ารักษาพยาบาลของกลุ่มประกันสังคมในอนาคต เนื่องจาก BCH มีสัดส่วนรายได้จากกลุ่มนี้สูงถึง 35% ของรายได้รวม
- ปัจจัยทางสภาพอากาศที่ส่งผลให้จำนวนผู้ป่วยผันแปรไปตามฤดูกาล
- การระบาดของโรคต่างๆ ตามแต่ละปีที่มีระยะเวลาและอัตราค่ารักษาที่แตกต่างกัน
- การแข่งขันด้านราคาและบริการของโรงพยาบาลใกล้เคียง
- การระบาดของ COVID-19 ที่ส่งผลให้คนไข้ต่างชาติไม่สามารถเดินทางมารับการรักษา

**BCH: Financial Statement**
**BCH's quarterly income statement (Bt mn)**
**BANGKOK CHAIN HOSPITAL**
**Financial Statement (Consolidated)**

(Unit: Bt mn)	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	%QoQ	%YoY
<b>Revenues</b>							
<b>Sales</b>	<b>2,094</b>	<b>2,370</b>	<b>2,322</b>	<b>2,329</b>	<b>4,326</b>	<b>85.7%</b>	<b>106.6%</b>
COGs	1392	1496	1571	1619	2318	43.2%	66.6%
<b>Gross profits</b>	<b>702</b>	<b>874</b>	<b>751</b>	<b>710</b>	<b>2,008</b>	<b>182.7%</b>	<b>185.9%</b>
Other income	9	8	20	55	6	-90.0%	-41.1%
SG&A	280	276	363	291	401	37.8%	43.2%
<b>EBITDA</b>	<b>432</b>	<b>606</b>	<b>408</b>	<b>474</b>	<b>1,613</b>	<b>239.9%</b>	<b>273.6%</b>
Depreciation&A mortisation	191	205	210	217	205	-5.4%	7.5%
Interest expense	32	35	35	28	35	27.5%	8.2%
<b>Net profit before tax</b>	<b>399</b>	<b>571</b>	<b>373</b>	<b>447</b>	<b>1,577</b>	<b>253.0%</b>	<b>295.2%</b>
Income tax	75	107	68	84	312	271.2%	314.5%
Minority interest	46	52	28	40	121	203.3%	162.5%
<b>Net profit before extra item</b>	<b>279</b>	<b>413</b>	<b>278</b>	<b>324</b>	<b>1,146</b>	<b>253.9%</b>	<b>311.3%</b>
Extra ordinary gain (loss)	-	-	-	-	-	-	-
<b>Net profit (loss)</b>	<b>279</b>	<b>413</b>	<b>278</b>	<b>324</b>	<b>1,146</b>	<b>253.9%</b>	<b>311.3%</b>
EPS (Bt) before extra item	0.11	0.17	0.11	0.13	0.46	253.9%	311.3%
EPS (Bt)	0.11	0.17	0.11	0.13	0.46	253.9%	311.3%

Source: Trinity Research

Figure 1 : Hospitals In Portfolio

Hospital	Hospital Accreditation Level	#OPD Room	#Licensed Bed (IPD)
Kasemrad Bangkae	III	60	311
Kasemrad Sriburin	III	40	120
-SriburinClinic, Chiangsan	N/A	13	-
Kasemrad International Rattanatibet	III	41	400
Kasemrad Maesai	-	14	30
Kasemrad Saraburi	III	16	200
Kasemrad Prachachuen	III	55	373
Kasemrad Chacheongsao	II	32	100
Kasaemrad rattanatibeth	II	18	119
World Medical Center	JCI, DNV, GL	84	150
Karunvej Pathum thani	III	22	200
Karunvej Ayudhaya	II	6	105
Karunvej Rattanatibet	II	6	119
Kasemrad Ramkamhang	II	39	139
<b>Total</b>		<b>446</b>	<b>2366</b>

Source: BCH, Trinity Research

Figure 2 : Hospitals in Pipeline (Greenfield)

New Hospital	Operation	#Licensed Bed (IPD)
Kasemrad Aranyaprathet	2Q20	126
Kasemrad Prachinburi	1Q21	115
Kasemrad International Vientiane	3Q21	110

Source: BCH, Trinity Research

**BANGKOK CHAIN HOSPITAL PUBLIC COMPANY LIMITED**
**Income statement**

Year End Dec (Btm)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Sales	8,131	8,953	8,980	11,321	11,008
Cost of good sold	(4,818)	(5,387)	(5,193)	(6,473)	(6,809)
<b>Gross Profit</b>	<b>3,313</b>	<b>3,565</b>	<b>3,788</b>	<b>4,848</b>	<b>4,198</b>
Other income	52	44	41	82	90
SG&A	(1,132)	(1,232)	(1,213)	(1,381)	(1,420)
<b>EBITDA</b>	<b>2,232</b>	<b>2,377</b>	<b>2,616</b>	<b>3,549</b>	<b>2,869</b>
Depreciation & Amortization	(576)	(665)	(782)	(500)	(423)
<b>EBIT</b>	<b>1,657</b>	<b>1,712</b>	<b>1,834</b>	<b>3,049</b>	<b>2,446</b>
Equity Shares	3	2	3	0	0
Financial Costs	(126)	(131)	(132)	(115)	(108)
<b>Pretax Profit</b>	<b>1,533</b>	<b>1,584</b>	<b>1,705</b>	<b>2,934</b>	<b>2,337</b>
Tax	(285)	(286)	(313)	(587)	(467)
<b>Net Profit before minority</b>	<b>1,248</b>	<b>1,298</b>	<b>1,392</b>	<b>2,347</b>	<b>1,870</b>
Less Minority Interest	(159)	(163)	(163)	(180)	(180)
<b>Net Profit before Extra.</b>	<b>1,089</b>	<b>1,135</b>	<b>1,229</b>	<b>2,167</b>	<b>1,690</b>
Extraordinary items	0	0	0	0	0
<b>Reported Net Profit</b>	<b>1,089</b>	<b>1,135</b>	<b>1,229</b>	<b>2,167</b>	<b>1,690</b>
<b>EPS (Bt)</b>	<b>0.44</b>	<b>0.46</b>	<b>0.49</b>	<b>0.87</b>	<b>0.68</b>

**Statements of Financial Position**

Year End Dec (Btm)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Cash in hand & at banks	646	792	944	1,772	8
Accounts receivable -net	1,511	1,817	2,303	1,817	1,054
Inventories	238	231	250	300	311
Other current assets	154	126	42	127	1,622
<b>Total Current Assets</b>	<b>2,549</b>	<b>2,967</b>	<b>3,538</b>	<b>4,016</b>	<b>2,994</b>
Investments	30	29	30	29	43
Property, Plant & Equipment	8,526	9,615	11,438	9,615	8,522
Others	1,522	1,505	1,521	1,677	1,556
<b>Total Assets</b>	<b>12,627</b>	<b>14,116</b>	<b>16,527</b>	<b>15,337</b>	<b>13,115</b>
Loans and O/D from banks	344	419	2,165	50	50
Account payable-trade	792	852	784	860	892
Current portion 1 yr L/T loans	0	0	1,500	0	0
Other current liabilities	604	914	1,218	1,008	1,829
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>1,740</b>	<b>2,186</b>	<b>5,667</b>	<b>1,918</b>	<b>2,770</b>
Long-term liabilities	2,498	3,698	2,199	3,698	2,498
Other	1,991	1,254	1,035	1,621	1,048
<b>Total Liabilities</b>	<b>6,230</b>	<b>7,137</b>	<b>8,901</b>	<b>7,236</b>	<b>6,316</b>
Paid-up share capital	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494
Premium on share capital	645	645	645	645	645
Legal reserve	0	0	0	0	0
Unappropriated	2,352	2,935	3,589	3,802	2,513
Others	211	175	158	249	249
<b>Total Equity before MI</b>	<b>5,701</b>	<b>6,248</b>	<b>6,885</b>	<b>7,190</b>	<b>5,901</b>
Minority Interest	696	730	742	910	897
<b>Total Equity</b>	<b>6,398</b>	<b>6,978</b>	<b>7,626</b>	<b>8,100</b>	<b>6,798</b>
<b>Total Liabilities &amp; Equity</b>	<b>12,627</b>	<b>14,116</b>	<b>16,527</b>	<b>15,336</b>	<b>13,115</b>

BANGKOK CHAIN HOSPITAL PUBLIC COMPANY LIMITED					
Cash Flow Statement					
Year End Dec (Btm)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Pretax Profit	1,531	1,582	1,702	2,934	2,337
Depreciation	576	665	782	500	423
Change in Working Capital	(279)	(27)	(2,910)	4,227	(1,874)
Others	(209)	(317)	1,285	(6,114)	661
<b>CF from Operating Activities</b>	<b>1,618</b>	<b>1,902</b>	<b>859</b>	<b>1,547</b>	<b>1,547</b>
Capital Expenditure	(1,595)	(1,741)	(2,214)	(2,475)	(2,475)
Others	1,836	12	3,068	3,462	3,462
<b>CF from Investing Activities</b>	<b>241</b>	<b>(1,729)</b>	<b>854</b>	<b>987</b>	<b>987</b>
Capital Raising	0	0	86	0	0
Net Proceeds from debt	(806)	789	(2,517)	(500)	(1,200)
Cash Dividend	(574)	(549)	(574)	(1,300)	(1,014)
others	(319)	(267)	1,444	94	(2,083)
<b>CF from Financing Activities</b>	<b>(1,699)</b>	<b>(27)</b>	<b>(1,562)</b>	<b>(1,706)</b>	<b>(4,297)</b>
Net change in Cash	160	147	151	828	(1,763)
Beginning Cash	486	646	792	944	1,772
Ending Cash	646	792	944	1,772	8

  

Key Ratios					
Year End Dec (Bt mn)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
<b>Per Share (Bt)</b>					
EPS	0.44	0.46	0.49	0.87	0.68
DPS	0.23	0.22	0.23	0.52	0.41
BV	2.29	2.51	2.76	2.88	2.37
CF	-0.64	-0.70	-0.89	-0.99	-0.99
<b>Liquidity Ratio (x)</b>					
Current Ratio	1.46	1.36	0.62	2.09	1.08
Quick Ratio	1.33	1.25	0.58	1.94	0.97
<b>Profitability Ratio (%)</b>					
Gross Margin (Inc. Depre)	33.66%	32.40%	33.47%	38.41%	34.30%
EBITDA Margin	27.46%	26.55%	29.13%	31.35%	26.06%
EBIT Margin	20.37%	19.13%	20.42%	26.93%	22.22%
Net Margin	13.40%	12.68%	13.69%	19.14%	15.35%
ROE	20.00%	19.00%	18.72%	32.26%	30.46%
<b>Efficiency Ratio</b>					
ROA	8.63%	8.04%	7.44%	14.13%	12.89%
ROFA	12.78%	11.80%	10.75%	22.54%	19.83%
<b>Leverage Ratio (x)</b>					
Debt to Equity	1.09	1.14	1.29	1.01	1.07
Net Debt to Equity	0.37	0.52	0.71	0.26	0.16
Interest Coverage Ratio	13.17	13.10	13.88	26.50	22.55
<b>Growth</b>					
Sales Growth	11.34%	10.11%	0.31%	26.45%	50.73%
EBITDA Growth	8.23%	6.48%	10.05%	35.66%	-19.17%
Net Profit Growth	18.80%	4.17%	8.33%	90.97%	84.30%
EPS Growth	18.80%	4.17%	8.33%	90.97%	84.30%
<b>Valuation</b>					
PER (x)	36.51	37.57	40.57	28.76	36.89
P/BV (x)	6.98	6.83	7.24	8.67	10.56
EV/EBITDA (x)	18.25	17.12	16.77	11.09	13.81
Dividend Yield (%)	1.44%	1.29%	1.15%	2.09%	1.63%
Dividend Payout Ratio (%)	60%	60%	60%	60%	60%

**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) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ 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