

## กระแสหลักทรัพย์

### ● HEALTHCARE : BDMS & BH : การฟื้นตัวของจำนวนผู้ป่วยต่างชาติ

**BDMS & BH Preview : ผลประกอบการลดลง QoQ ใน 4Q22 จากปัจจัยฤดูกาล**

ถ้าไรคาดว่าจะเป็นค่อนข้างต่ำลง QoQ ทั้ง BDMS และ BH ตามฤดูกาล แต่การเพิ่มขึ้นผู้ป่วยต่างชาติ และการฟื้นตัวหลังโควิดน่าจะยังรองรับผลการดำเนินงานโดยรวมได้ ค่าใช้จ่ายต้นทุนน่าจะยังส่งผลกระทบต่ออัตรากำไร EBITDA ใน 4Q22 โดยราคาหุ้นของ BDMS และ BH ลดลง 3% และ 11% ตามลำดับ เทียบกับการเพิ่มขึ้น 3% ใน SET Index นับตั้งแต่การประกาศผลประกอบการ 3Q22 โดยแม้ว่าราคาหุ้นกำลังอยู่ในแดนวอร์เรน แต่เราคาดว่ากำไรจะกลับมาไม่เม่นต้มที่ตีใน 1Q23 ทั้งจากปัจจัยฤดูกาล และการเปิดประเทศของจีน

**BDMS : รายได้จากผู้ป่วยต่างประเทศใน 4Q22 ยังคงฟื้นตัวดี**

เราคาดว่า BDMS จะรายงานผลกำไร 4Q22F ที่ 2.775 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 5.1% YoY แต่ลดลง 18% QoQ การขยายตัวของรายได้ 4Q ของกลุ่ม non-Covid น่าจะมากกว่าการลดลงของรายได้โควิด ขณะที่รายได้จาก OPD คาดว่าจะลดลง QoQ ตามฤดูกาล แต่รายได้จาก IPD ใน 4Q22F น่าจะยังเติบโตต่อไปทั้ง YoY และ QoQ จากการเข้าแอดมิดที่เพิ่มขึ้นด้วย และ Volume ที่ฟื้นตัวเต็มที่ ส่วนอัตรากำไร EBITDA ควรต่ำกว่า 22.4% ใน 4Q22F เทียบกับ 25.0% ใน 3Q22 จากต้นทุนสิ้นปีสะสม และเงินเดือนพยาบาลที่สูงขึ้น ดังนั้นสำหรับปี 2022 EBITDA ควรอยู่ที่ 24.4% ซึ่งแข็งแกร่งตาม Guidance ที่ให้ไว้ที่มากกว่า 22%

**BH : โหมเม่นต้มรายได้แข็งแกร่ง**

เราคาดว่า BH จะรายงานผลกำไร 4Q22F ที่ 1.40 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 129.3% YoY แต่ลดลง 7% QoQ เราคาดว่าลดลงของรายได้เล็กน้อย QoQ จากปัจจัยฤดูกาล ผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น YoY ควรมาจากการฟื้นตัวของผู้ป่วยต่างชาติที่เพิ่มขึ้น ประสิทธิภาพที่สูงขึ้น และความสามารถในการทำกำไรที่ดีขึ้น ซึ่งตอนนี้ BH มีส่วนลดค่าบริการเฉลี่ยน้อยกว่า 10% สำหรับบริการใน 4Q22 ลดลงจาก 16-18% ใน 3Q20 - 4Q21 เราคาดว่าอัตรากำไร EBITDA จะลด QoQ จาก 36.4% เป็น 34.1% เนื่องจาก BH กำลังเผชิญค่าใช้จ่ายคงที่ และเงินเดือนพยาบาลที่เพิ่มขึ้น

**2022F มีการปรับประมาณการกำไรสำหรับ 4Q22F ; การปรับเล็กน้อยใน 2023-24F ; ความเสี่ยงและการประเมินมูลค่า**

เราปรับประมาณการรายได้ปี 2022 ของเราเพื่อสะท้อนประมาณการใหม่ 4Q22 ของเรา สำหรับปี 2023-24F การปรับประมาณการขึ้นของเราสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการทำกำไรที่แข็งแกร่งจากแนวโน้ม 2022F รวมถึงแนวโน้มรายได้ที่สดใสขึ้นทั้งในแง่ราคา และ Volume ในผู้ป่วย IPD/OPD โดยเราประเมินมูลค่ากลุ่มโรงพยาบาลภายใต้การวิเคราะห์ของเราสำหรับปี 2023F โดยใช้ EV/EBITDA โดยมี Upside ได้แก่ การฟื้นตัวที่เร็วกว่าที่คาดของผู้ป่วยต่างประเทศและประโยชน์จากการทำตลาดชาวไทยที่มากกว่าคาด ความเสี่ยงที่สำคัญคือ การชะลอตัวจำนวนผู้ป่วยต่างชาติ อัตรากำไร EBITDA ที่อ่อนแอกว่าที่คาดจากต้นทุน และการแข่งขันที่ทวีความรุนแรงมากขึ้นทั้งจากโรงพยาบาลในประเทศ และการบริโภคนในประเทศที่ชะลอตัวลง

คงคำแนะนำ "ซื้อ" สำหรับ BDMS ที่ราคาเป้าหมาย 35 บาท และ BH ที่ราคาเป้าหมายใหม่ 224 บาท (เดิม 248 บาท) โดยเราเลือก BDMS เป็น Top pick ของเรา ■

**รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน "Company Report" (ภาษาอังกฤษ)**

**สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด**

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อสรุปของหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อย่างมีความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

31 มกราคม 2566

# กระแสหลักทรัพย์

Figure 1. BDMS – income statement

Consolidated Income statement (Bt, m)	4Q19	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	YoY %	QoQ %	2021	2022E	YoY %
Core Revenue	21,479	21,878	23,159	21,981	23,985	23,402	7	(2)	75,714	92,528	22.2
Core Expense	13,810	13,525	14,451	14,147	14,979	14,930	10	(0)	49,462	58,507	18.3
Gross Profit	7,668	8,353	8,708	7,834	9,006	8,472	1	(6)	26,252	34,020	29.6
Non-Core Income	262	24	21	31	35	29	21	(18)	99	116	17.5
S&A Expenses	4,641	4,691	4,025	4,200	4,496	4,680	(0)	4	15,029	17,402	15.8
Earnings before Interest and Tax (EBIT)	3,027	3,662	4,683	3,634	4,510	3,792	4	(16)	11,223	16,619	48.1
Interest Expense	206	173	158	151	154	142	(18)	(8)	728	606	(16.8)
Earnings before Tax (EBT)	3,083	3,512	4,546	3,514	4,391	3,678	5	(16)	10,594	16,129	52.2
Income Tax Expense	593	746	903	695	824	772	4	(6)	2,103	3,194	51.8
Net Profit before M.I.	2,490	2,767	3,644	2,819	3,567	2,906	5	(19)	8,490	12,935	52.4
Net (Profit) Loss of M.I.	-119	-131	-201	-155	-181	-131	0	(28)	-554	-668	20.4
Net Profit before Extra. Items	2,371	2,636	3,443	2,664	3,386	2,775	5	(18)	7,936	12,268	54.6
Other Gains (Loss)	-48	0	0	0	0	0	n.a.	n.a.	0	0	n.a.
Net Profit	2,323	2,636	3,443	2,664	3,386	2,775	5	(18)	7,936	12,268	54.6
EPS	0.15	0.17	0.22	0.17	0.21	0.17	5	(18)	0.50	0.77	54.6
EBITDA	4,527	5,240	6,173	5,120	5,999	5,240	0	(13)	17,545	22,533	28.4
EBITDA margin	21.1%	23.9%	26.7%	23.3%	25.0%	22.4%	(1.6%)	(2.6%)	23.2%	24.4%	1.2%

Source: Company data, TISCO Research estimates

Figure 2. BDMS – assumptions and revenue breakdown

QUARTERLY																	
Inpatient	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	
Average Daily Census																	
Total	4,271	3,739	4,612	4,136	3,837	2,451	2,997	3,547	2,879	3,747	4,661	4,646	5,230	4,698	4,806	4,596	
YoY Growth	-1.0%	1.4%	3.4%	10.5%	-10.2%	-34.4%	-35.0%	-14.2%	-25.0%	52.9%	55.5%	31.0%	81.7%	25.4%	3.1%	-12.1%	
International	788	608	617	678	656	281	299	378	304	347	324	473	515	531	526	821	
YoY Growth	3.5%	8.0%	6.9%	5.4%	-14.6%	-57.0%	-51.5%	-53.9%	-53.7%	23.6%	8.5%	25.2%	69.5%	52.8%	62.1%	73.4%	
Thai	3,483	3,131	3,995	3,458	3,181	2,170	2,698	3,169	2,241	2,449	1,993	3,770	2,267	2,649	3,855	4,039	
YoY Growth	-2.0%	0.3%	2.9%	11.6%	-9.5%	-43.2%	-38.3%	-21.5%	-29.5%	12.9%	-26.1%	19.0%	1.2%	8.2%	93.4%	7.1%	
Average Length of stay (days)																	
Total	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	3.2	2.9	3.1	3.0	4.3	5.9	3.4	5.1	4.8	3.2	3.0	
Price (Bt)																	
Price/IP day	28,320	30,215	27,011	28,286	29,527	30,494	29,725	27,828	30,727	27,005	26,408	26,421	25,899	25,514	27,360	29,700	
YoY Growth	6.2%	7.1%	6.1%	0.7%	4.3%	0.9%	10.0%	-1.6%	4.1%	-11.4%	-11.2%	-5.1%	-15.7%	-5.5%	3.6%	12.4%	
Beds and Occupancy																	
Available Bed	6,055	6,032	6,207	6,198	6,091	6,085	6,125	6,103	6,062	6,290	6,570	6,644	6,566	6,768	6,305	6,655	
YoY Growth	1.1%	0.6%	3.1%	2.0%	0.6%	0.9%	-1.3%	-1.5%	-0.5%	3.4%	7.3%	8.9%	8.3%	7.6%	-4.0%	1.4%	
Occ. Rate	69%	60%	71%	66%	61%	39%	48%	58%	47%	61%	72%	70%	79%	70%	74%	71%	
Outpatient																	
OPD Visits per Day																	
Total	29,909	29,196	31,060	30,451	28,657	21,554	26,259	27,235	25,206	25,864	24,969	29,334	33,187	31,739	33,871	30,246	
YoY Growth	3.5%	3.1%	4.1%	4.8%	-4.2%	-26.2%	-15.5%	-10.6%	-12.0%	20.0%	-4.9%	31.7%	22.7%	35.7%	3.1%	3.1%	
International	4,391	3,842	3,909	4,104	3,945	1,948	2,300	2,455	2,519	2,466	2,450	3,397	4,077	3,933	3,909	3,899	
YoY Growth	-0.2%	2.9%	-0.6%	2.3%	-10.2%	-49.3%	-41.2%	-40.2%	-36.1%	26.6%	6.5%	38.4%	61.8%	59.5%	59.6%	-4.4%	
Thai	25,518	25,354	27,151	26,347	24,712	19,606	23,959	24,780	22,687	23,398	22,519	25,937	29,110	27,806	29,962	26,347	
YoY Growth	4.1%	3.1%	4.8%	5.2%	-3.2%	-22.7%	-11.8%	-5.9%	-8.2%	19.3%	-6.0%	4.7%	28.3%	18.8%	33.1%	-9.5%	
Price (Bt)																	
Price/OP visit	3,309	3,166	3,282	3,407	3,368	3,201	3,260	3,214	3,240	3,074	3,286	3,565	3,339	3,486	3,443	3,543	
YoY Growth	1.7%	1.2%	1.2%	2.1%	1.8%	1.1%	-0.7%	-5.7%	-3.8%	-4.0%	0.8%	10.9%	3.1%	13.4%	4.8%	-0.6%	
QUARTERLY																	
Revenue by IPD/OPD (Btm)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	
IPD	10,886	10,281	11,461	10,763	10,196	6,801	8,196	9,081	7,962	9,208	11,324	11,293	12,191	10,908	12,097	12,557	
OPD	8,907	8,411	9,377	9,545	8,686	6,278	7,875	8,053	7,349	7,235	7,549	9,620	9,974	10,069	10,728	9,860	
Growth YoY (%)																	
IPD	5.2%	8.6%	9.7%	11.3%	-6.3%	-33.8%	-28.5%	-15.6%	-21.9%	35.4%	38.2%	24.4%	53.1%	18.5%	6.8%	11.2%	
OPD	5.2%	4.3%	5.3%	7.0%	-2.5%	-25.4%	-16.0%	-15.6%	-15.4%	15.2%	-4.1%	19.5%	35.7%	39.2%	42.1%	2.5%	
By proportion (%)																	
IPD	55.0%	55.0%	55.0%	53.0%	54.0%	52.0%	51.0%	53.0%	52.0%	56.0%	60.0%	54.0%	55.0%	52.0%	53.0%	56.0%	
OPD	45.0%	45.0%	45.0%	47.0%	46.0%	48.0%	49.0%	47.0%	48.0%	44.0%	40.0%	46.0%	45.0%	48.0%	47.0%	44.0%	
Revenue by nationality (Btm)																	
Thai	13,261	13,084	15,003	14,215	13,406	10,725	13,339	14,221	12,402	13,483	15,665	17,149	17,289	15,942	16,989	17,037	
Non-Thai	6,532	5,608	5,835	6,092	5,476	2,354	2,732	2,913	2,909	2,960	3,208	3,764	4,876	5,034	5,836	5,380	
Growth YoY (%)																	
Thai	3.6%	3.7%	4.8%	9.2%	1.1%	-18.0%	-11.1%	0.0%	-7.5%	25.7%	17.4%	20.6%	39.4%	18.2%	8.4%	-0.7%	
Non-Thai	8.5%	14.3%	16.0%	9.2%	-16.2%	-58.0%	-53.2%	-52.2%	-46.9%	25.7%	17.4%	29.2%	67.6%	70.1%	81.9%	42.9%	
By proportion (%)																	
Thai	67.0%	70.0%	72.0%	70.0%	71.0%	82.0%	83.0%	83.0%	81.0%	82.0%	83.0%	82.0%	78.0%	76.0%	74.4%	76.0%	
Non-Thai	33.0%	30.0%	28.0%	30.0%	29.0%	18.0%	17.0%	17.0%	19.0%	18.0%	17.0%	18.0%	22.0%	24.0%	25.6%	24.0%	

Source: Company data, TISCO Research estimates

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ได้กล่าวว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ที่สโกไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปใช้ข้อมูล บทความ บทความวิเคราะห์ และกราฟราคาหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้เป็นที่น่าพอใจโดยผู้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

31 มกราคม 2566

# กระแสหลักทรัพย์

Figure 3. BH – income statement

Consolidated Income statement (Bt, m)	4Q19	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	YoY %	QoQ %
Core Revenue	4,794	3,922	4,152	4,949	5,738	5,774	47	1
Core Expense	2,705	2,264	2,394	2,640	2,930	3,056	35	4
Gross Profit	2,089	1,658	1,759	2,309	2,809	2,718	64	(3)
Non-Core Income	40	15	11	9	10	9	(38)	(10)
S&A Expenses	1,007	836	865	887	999	1,028	23	3
Earnings before Interest and Tax (EBIT)	1,082	822	894	1,422	1,810	1,690	106	(7)
Interest Expense	32	26	2	1	1	2	(92)	209
Earnings before Tax (EBT)	1,090	811	903	1,430	1,819	1,697	109	(7)
Income Tax Expense	178	127	168	254	316	304	140	(4)
Net Profit before M.I.	911	684	736	1,177	1,503	1,393	104	(7)
Net (Prof) Loss of M.I.	-5	-17	-10	-16	-3	11	(164)	(420)
Net Profit before Extra. Items	906	667	725	1,161	1,500	1,404	111	(6)
Other Gains (Loss)	-20	-55	0	5	2	0	(100)	(100)
Net Profit	886	612	725	1,166	1,501	1,404	129	(7)
EPS	1.45	1.21	0.96	0.06	0.28	1.76	45	534
Gross profit margin	43.6%	42.3%	42.4%	46.7%	48.9%	47.1%	4.8%	(1.9%)
SG&A to sales	21.0%	21.3%	20.8%	17.9%	17.4%	17.8%	(3.5%)	0.4%
EBITDA	1,390	1,114	1,170	1,701	2,088	1,971	77	(6)
EBITDA margin	29.0%	28.4%	28.2%	34.4%	36.4%	34.1%	5.7%	(2.2%)

Source: Company data, TISCO Research estimates

Figure 4. BH – assumptions and revenue breakdown

QUARTERLY												
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E
Total Revenue (Btm)	4,701	4,306	4,758	4,794	2,679	3,015	2,989	3,922	4,152	4,949	5,738	5,774
Growth YoY (%)	0	0	0	0	-35.1%	23.0%	2.6%	33.1%	55.0%	64.1%	92.0%	47.2%
Hospital Revenue by IPD/OPD (Btm)												
IPD	2,232	1,925	2,173	2,283	1,374	1,609	1,537	1,824	2,010	2,255	2,723	2,791
OPD	2,418	2,353	2,551	2,473	1,268	1,371	1,363	2,057	2,092	2,648	2,950	2,932
Growth YoY (%)												
IPD	0.6%	-3.4%	-1.5%	1.0%	-28.5%	23.0%	8.7%	22.7%	46.3%	40.2%	77.2%	53.0%
OPD	0.6%	4.7%	2.6%	1.0%	-41.5%	23.0%	-7.4%	44.0%	64.9%	93.2%	116.4%	42.5%
Hospital Revenue by proportion (%)												
IPD	48.0%	45.0%	46.0%	48.0%	52.0%	54.0%	53.0%	47.0%	49.0%	46.0%	48.0%	48.8%
OPD	52.0%	55.0%	54.0%	52.0%	48.0%	46.0%	47.0%	53.0%	51.0%	54.0%	52.0%	51.2%
Hospital Revenue breakdown by nationality (Btm)												
Thai	1,535	1,446	1,564	1,569	1,424	1,609	1,679	1,956	1,825	1,848	1,849	2,003
Non-Thai	3,116	2,833	3,161	3,186	1,218	1,371	1,221	1,925	2,276	3,055	3,824	3,720
Growth YoY (%)												
Thai	-2.3%	-5.0%	-2.0%	1.0%	-0.5%	28.0%	3.7%	19.6%	28.2%	14.9%	10.1%	2.4%
Non-Thai	2.2%	4.2%	2.0%	1.0%	-54.2%	17.7%	-3.7%	50.4%	86.9%	122.8%	213.2%	93.2%
Hospital Revenue by proportion (%)												
Thai	33.0%	33.8%	33.1%	33.0%	53.9%	54.0%	57.9%	50.4%	44.5%	37.7%	32.6%	35.0%
Non-Thai	67.0%	66.2%	66.9%	67.0%	46.1%	46.0%	42.1%	49.6%	55.5%	62.3%	67.4%	65.0%

Source: Company data, TISCO Research estimates

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทความวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

31 มกราคม 2566

# กระแสหลักทรัพย์

Figure 5. COVID vs non-COVID revenue

Core Revenue	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
BDMS	20,770	19,638	21,887	21,479	16,281	17,397	20,158	21,878	23,159	21,981	23,985
BH	4,701	4,306	4,758	4,794	2,679	3,015	2,989	3,922	4,152	4,949	5,738
BCH	2,106	2,165	2,500	2,221	2,383	4,330	7,978	6,838	7,119	5,541	3,454
CHG	1,232	1,186	1,438	1,332	1,472	2,135	4,458	3,935	3,638	2,853	1,800
THG	1,872	2,009	2,235	2,117	1,566	1,906	3,861	3,514	3,530	2,674	2,954
<b>Non-COVID revenue</b>	<b>1Q19</b>	<b>2Q19</b>	<b>3Q19</b>	<b>4Q19</b>	<b>1Q21</b>	<b>2Q21</b>	<b>3Q21</b>	<b>4Q21</b>	<b>1Q22</b>	<b>2Q22</b>	<b>3Q22</b>
BDMS	20,770	19,638	21,887	21,479	15,467	15,484	15,118	18,596	19,222	19,344	21,826
BH	4,701	4,306	4,758	4,794	2,250	2,473	2,600	3,749	3,920	4,701	5,497
BCH	2,106	2,165	2,500	2,221	2,071	2,031	2,431	2,919	3,352	2,438	2,887
CHG	1,232	1,186	1,438	1,332	1,422	1,281	1,658	1,865	1,738	1,703	1,500
THG	1,872	2,009	2,235	2,117	1,488	1,525	1,681	2,496	2,619	2,344	2,807
<b>COVID revenue (total)</b>	<b>1Q19</b>	<b>2Q19</b>	<b>3Q19</b>	<b>4Q19</b>	<b>1Q21</b>	<b>2Q21</b>	<b>3Q21</b>	<b>4Q21</b>	<b>1Q22</b>	<b>2Q22</b>	<b>3Q22</b>
BDMS	0	0	0	0	814	1,914	5,039	3,282	3,937	2,638	2,159
BH	0	0	0	0	429	543	389	173	233	247	241
BCH	0	0	0	0	313	2,299	5,547	3,919	3,767	3,103	566
CHG	0	0	0	0	50	854	2,800	2,070	1,900	1,150	300
THG	0	0	0	0	78	381	2,180	1,019	911	329	148
<b>COVID revenue as a % of Core revenue</b>	<b>1Q19</b>	<b>2Q19</b>	<b>3Q19</b>	<b>4Q19</b>	<b>1Q21</b>	<b>2Q21</b>	<b>3Q21</b>	<b>4Q21</b>	<b>1Q22</b>	<b>2Q22</b>	<b>3Q22</b>
BDMS	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5%	11%	25%	15%	17%	12%	9%
BH	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16%	18%	13%	4%	6%	5%	4%
BCH	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13%	53%	70%	57%	53%	56%	16%
CHG	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3%	40%	63%	53%	60%	40%	17%
THG	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5%	20%	56%	29%	26%	12%	5%
<b>Non-COVID revenue vs 2019 base</b>	<b>1Q19</b>	<b>2Q19</b>	<b>3Q19</b>	<b>4Q19</b>	<b>1Q21</b>	<b>2Q21</b>	<b>3Q21</b>	<b>4Q21</b>	<b>1Q22</b>	<b>2Q22</b>	<b>3Q22</b>
BDMS					74%	79%	69%	87%	93%	98%	100%
BH					48%	57%	55%	78%	83%	109%	116%
BCH					98%	94%	97%	131%	159%	113%	115%
CHG					115%	108%	115%	140%	141%	144%	104%
THG					79%	76%	75%	118%	140%	117%	126%

Source: Company data, TISCO Research estimates

Figure 6. Thai vs non-Thai revenue

Core Revenue (Bt m)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
BDMS	19,793	18,692	20,838	20,308	18,882	13,080	16,071	17,134	15,311	16,443	18,873	20,914	22,165	20,976	22,825
BH	4,650	4,279	4,725	4,756	4,090	2,422	2,887	2,916	2,642	2,980	2,900	3,882	4,102	4,903	5,673
BCH	2,078	2,137	2,469	2,196	2,178	2,083	2,359	2,308	2,316	4,313	7,959	6,816	7,087	5,523	3,429
<b>Thai patient revenue (Bt m)</b>	<b>1Q19</b>	<b>2Q19</b>	<b>3Q19</b>	<b>4Q19</b>	<b>1Q20</b>	<b>2Q20</b>	<b>3Q20</b>	<b>4Q20</b>	<b>1Q21</b>	<b>2Q21</b>	<b>3Q21</b>	<b>4Q21</b>	<b>1Q22</b>	<b>2Q22</b>	<b>3Q22</b>
BDMS	13,261	13,084	15,003	14,215	13,406	10,725	13,339	14,221	12,402	13,483	15,665	17,149	17,289	15,942	17,347
BH	1,535	1,446	1,564	1,569	1,432	1,257	1,620	1,636	1,424	1,609	1,679	1,956	1,825	1,848	1,849
BCH	1,858	1,942	2,237	1,917	1,938	1,913	2,218	2,104	2,094	3,999	7,478	6,495	6,753	5,288	2,909
<b>Non-Thai patient revenue (Bt m)</b>	<b>1Q19</b>	<b>2Q19</b>	<b>3Q19</b>	<b>4Q19</b>	<b>1Q20</b>	<b>2Q20</b>	<b>3Q20</b>	<b>4Q20</b>	<b>1Q21</b>	<b>2Q21</b>	<b>3Q21</b>	<b>4Q21</b>	<b>1Q22</b>	<b>2Q22</b>	<b>3Q22</b>
BDMS	6,532	5,608	5,835	6,092	5,476	2,354	2,732	2,913	2,909	2,960	3,208	3,764	4,876	5,034	5,478
BH	3,116	2,833	3,161	3,186	2,659	1,165	1,267	1,280	1,218	1,371	1,221	1,925	2,276	3,055	3,824
BCH	220	195	233	279	240	170	141	204	222	315	481	321	334	236	520
<b>% Non-Thai patient to core revenue</b>	<b>1Q19</b>	<b>2Q19</b>	<b>3Q19</b>	<b>4Q19</b>	<b>1Q20</b>	<b>2Q20</b>	<b>3Q20</b>	<b>4Q20</b>	<b>1Q21</b>	<b>2Q21</b>	<b>3Q21</b>	<b>4Q21</b>	<b>1Q22</b>	<b>2Q22</b>	<b>3Q22</b>
BDMS	33.0%	30.0%	28.0%	30.0%	29.0%	18.0%	17.0%	17.0%	19.0%	18.0%	17.0%	18.0%	22.0%	24.0%	24.0%
BH	67.0%	66.2%	66.9%	67.0%	65.0%	48.1%	43.9%	43.9%	46.1%	46.0%	42.1%	49.6%	55.5%	62.3%	67.4%
BCH	10.6%	9.1%	9.4%	12.7%	11.0%	8.2%	6.0%	8.8%	9.6%	7.3%	6.0%	4.7%	4.7%	4.3%	15.2%
<b>Thai patient revenue vs 2019 base</b>	<b>1Q19</b>	<b>2Q19</b>	<b>3Q19</b>	<b>4Q19</b>	<b>1Q20</b>	<b>2Q20</b>	<b>3Q20</b>	<b>4Q20</b>	<b>1Q21</b>	<b>2Q21</b>	<b>3Q21</b>	<b>4Q21</b>	<b>1Q22</b>	<b>2Q22</b>	<b>3Q22</b>
BDMS					101.1%	82.0%	88.9%	100.0%	93.5%	103.0%	104.4%	120.6%	130.4%	121.8%	115.6%
BH					93.3%	86.9%	103.6%	104.2%	92.8%	111.3%	107.4%	124.7%	118.9%	127.8%	118.3%
BCH					104.3%	98.5%	99.2%	109.8%	112.7%	205.9%	334.3%	338.9%	363.5%	272.3%	130.0%
<b>Non-Thai patient revenue vs 2019 base</b>	<b>1Q19</b>	<b>2Q19</b>	<b>3Q19</b>	<b>4Q19</b>	<b>1Q20</b>	<b>2Q20</b>	<b>3Q20</b>	<b>4Q20</b>	<b>1Q21</b>	<b>2Q21</b>	<b>3Q21</b>	<b>4Q21</b>	<b>1Q22</b>	<b>2Q22</b>	<b>3Q22</b>
BDMS					83.8%	42.0%	46.8%	47.8%	44.5%	52.8%	55.0%	61.8%	74.7%	89.8%	93.9%
BH					85.3%	41.1%	40.1%	40.2%	39.1%	48.4%	38.6%	60.4%	73.1%	107.8%	121.0%
BCH					108.9%	87.1%	60.7%	73.0%	100.9%	161.2%	206.9%	114.9%	151.7%	120.7%	223.6%

Source: Company data, TISCO Research estimates

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด  
 ทิสโก้ไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้  
 เป็นการนำไปใช้โดยผู้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

31 มกราคม 2566



# กระแสหลักทรัพย์

Figure 12. Forecast changes for 2022-24 estimates for BDMS and BH

	Bt, m (unless stated)	2021	2022E			2023E			2024E		
		Actual	Forecast	Previous	%Chg	Forecast	Previous	%Chg	Forecast	Previous	%Chg
BDMS	Core revenue	75,714	92,528	87,275	6.0%	97,021	91,263	6.3%	102,769	96,662	6.3%
	Core expense	49,462	58,507	56,025	4.4%	61,235	56,516	8.3%	63,988	59,520	7.5%
	<b>Gross profit</b>	<b>26,252</b>	<b>34,020</b>	<b>31,250</b>	<b>8.9%</b>	<b>35,787</b>	<b>34,746</b>	<b>3.0%</b>	<b>38,782</b>	<b>37,142</b>	<b>4.4%</b>
	SG&A expense	15,029	17,402	16,943	2.7%	19,598	18,649	5.1%	20,554	19,559	5.1%
	EBITDA	17,545	22,533	20,134	11.9%	22,466	22,275	0.9%	24,592	23,820	3.2%
	EBIT	11,223	16,619	14,307	16.2%	16,188	16,097	0.6%	18,228	17,583	3.7%
	Core net profit	7,936	12,268	10,517	16.6%	12,139	12,134	0.0%	13,898	13,446	3.4%
	Net profit	7,936	12,268	10,517	16.6%	12,139	12,134	0.0%	13,898	13,446	3.4%
	<b>Assumptions</b>	<b>Actual</b>	<b>Revised</b>	<b>Previous</b>	<b>%Chg</b>	<b>Revised</b>	<b>Previous</b>	<b>%Chg</b>	<b>Revised</b>	<b>Previous</b>	<b>%Chg</b>
	Gross margin	34.7%	36.8%	35.8%	1.0%	36.9%	38.1%	-1.2%	37.7%	38.4%	-0.7%
EBITDA margin	23.2%	24.4%	23.1%	1.3%	23.2%	24.4%	-1.3%	23.9%	24.6%	-0.7%	
Core profit margin	10.5%	13.3%	12.1%	1.2%	12.5%	13.3%	-0.8%	13.5%	13.9%	-0.4%	
BH	Bt, m (unless stated)	2021 Actual	2022E Revised	2022E Previous	%Chg	2023E Forecast	2023E Previous	%Chg	2024E Forecast	2024E Previous	%Chg
	Core revenue	12,605	20,614	20,046	2.8%	21,879	21,354	2.5%	23,009	22,382	2.8%
	Core expense	7,731	11,019	11,146	-1.1%	12,007	11,756	2.1%	12,584	12,176	3.3%
	<b>Gross profit</b>	<b>4,874</b>	<b>9,595</b>	<b>8,900</b>	<b>7.8%</b>	<b>9,872</b>	<b>9,598</b>	<b>2.9%</b>	<b>10,425</b>	<b>10,206</b>	<b>2.1%</b>
	SG&A expense	3,296	3,780	3,858	-2.0%	4,183	4,063	2.9%	4,372	4,259	2.6%
	EBITDA	2,758	6,930	6,156	12.6%	6,835	6,676	2.4%	7,244	7,131	1.6%
	EBIT	1,578	5,815	5,042	15.3%	5,689	5,534	2.8%	6,053	5,948	1.8%
	Core net profit	1,274	4,791	4,282	11.9%	4,951	4,787	3.4%	5,340	5,215	2.4%
	Net profit	1,216	4,797	4,282	12.0%	4,951	4,787	3.4%	5,340	5,215	2.4%
	<b>Assumptions</b>	<b>Actual</b>	<b>Revised</b>	<b>Previous</b>	<b>%Chg</b>	<b>Forecast</b>	<b>Previous</b>	<b>%Chg</b>	<b>Previous</b>	<b>Previous</b>	<b>%Chg</b>
Gross margin	38.7%	46.5%	44.4%	2.1%	45.1%	44.9%	0.2%	45.3%	45.6%	-0.3%	
EBITDA margin	21.9%	33.6%	30.7%	2.9%	31.2%	31.3%	0.0%	31.5%	31.9%	-0.4%	
Core profit margin	10.1%	23.2%	21.4%	1.9%	22.6%	22.4%	0.2%	23.2%	23.3%	-0.1%	

Source: Company data, TISCO Research estimates

Figure 13. 2022-24 earnings vs consensus

BDMS	Bloomberg Consensus					Our Forecast	We are...
	Mean	Median	High	Low			
2022E	11,794	12,175	12,747	9,493	12,268	4% above consensus	
2023E	12,691	12,682	14,026	10,193	12,139	4% below consensus	
2024E	13,851	13,779	15,431	11,073	13,898	in-line	
BH	Bloomberg Consensus					Our Forecast	We are...
	Mean	Median	High	Low			
2022E	4,555	4,661	5,000	3,040	4,797	5% above consensus	
2023E	5,035	5,092	5,885	4,045	4,951	in-line	
2024E	5,423	5,503	6,341	4,352	5,340	in-line	

Source: Company data, Bloomberg Finance LP, TISCO Research estimates

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด  
 ทิสโก้ไม่ยอมรับผิดต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทความวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้  
 เป็นการนำไปใช้โดยผู้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

31 มกราคม 2566

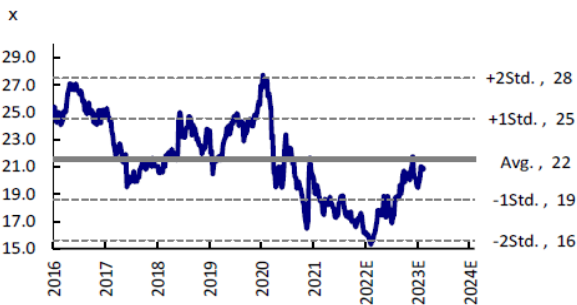
# กระแสหลักทรัพย์

Figure 14. Valuation Comparison

Company	Bloomberg	Rating	Last Price	2022E								2023E							
				P/E (x)	P/BV (x)	ROE (%)	EV/EBITDA (x)	EBITDA growth (%)	EPS growth (%)	Div yield (%)	P/E (x)	P/BV (x)	ROE (%)	EV/EBITDA (x)	EBITDA growth (%)	EPS growth (%)	Div yield (%)		
<b>THAILAND</b>																			
Bangkok Dusit Medical Serv	BDMS TB EQUITY	Buy	30.3	39.2	5.4	14.1	21.5	28.4	54.6	1.5	39.6	5.0	13.1	21.8	-0.3	-1.0	1.5		
Bumrungrad Hospital	BH TB EQUITY	Hold	211.0	34.5	9.4	23.2	24.7	151.3	276.0	1.5	33.4	8.4	22.6	25.3	-1.4	3.3	1.5		
Bangkok Chain Hospital	BCH TB EQUITY	Hold	21.2	12.0	3.1	29.4	8.0	-33.9	-35.5	0.7	27.9	2.8	10.6	16.2	-48.6	-57.1	0.3		
Chularat Hospital	CHG TB EQUITY	Hold	3.8	14.7	4.7	34.6	11.0	-27.3	-32.1	3.6	28.5	4.4	15.9	19.7	-43.2	-48.3	1.8		
Thonburi Healthcare Group	THG TB EQUITY	Sell	54.25	34	4.5	13.8	14.9	-6.2	0.2	0.6	53.3	4.3	8.2	18.1	-16.5	-35	0.6		
Rajthanee Hospital	RJH TB EQUITY	n/a	30.75	8.5	4.0	50.3	6.7	-14.3	7.8	9.3	21.8	4.2	18.6	14.7	-54.1	-61.1	3.6		
Vibhavadi Medical Center	VIBHA TB EQUITY	n/a	2.74	24.9	2.5	10.3	18.8	8.4	-17.3	2.9	34.3	2.2	6.4	23.5	-20.0	-27.3	1.8		
Praram 9 Hospital	PR9 TB EQUITY	n/a	18.7	27.2	3.1	12.1	14.1	-0.3	114.7	1.8	24.8	2.9	11.8	13.3	6.4	9.6	2.0		
Ramkhamhaeng Hospital	RAM TB EQUITY	n/a	54.25	29.1	3.5	12.6	27.5	-5.6	-46.6	1.5	31.6	3.4	10.9	25.2	9.0	-8.0	1.5		
<b>THAILAND average</b>				24.9	4.5	22.3	16.4	11.2	35.7	2.6	32.8	4.2	13.1	19.7	-18.7	-25.0	1.6		
<b>REGIONAL</b>																			
IHH Healthcare Bhd	IHH MK EQUITY	n/a	5.98	35.6	2.1	6.5	15.5	-9.7	-16.8	1.0	29.8	2.0	6.7	14.4	7.2	19.6	1.0		
KPJ Healthcare Bhd	KPJ MK EQUITY	n/a	1.01	31.6	2.0	6.5	12.3	3.2	166.7	1.7	25.9	1.9	7.9	11.3	8.5	21.9	2.1		
Mitra Keluarga	MIKA IJ EQUITY	n/a	3,100	43.7	8.0	18.4	28.2	-6.8	-17.8	1.6	38.0	7.1	19.6	24.6	14.6	15.2	1.2		
Siloam International	SILO IJ EQUITY	n/a	1,285	30.2	2.5	8.3	9.1	-2.7	-17.6	1.5	26.0	2.3	9.1	8.1	11.4	15.9	1.4		
Raffles Medical Group	RFMD SP EQUITY	n/a	1.4	24.1	2.6	11.0	12.8	0.4	28.9	2.1	26.4	2.5	9.6	14.0	-8.1	-8.6	2.0		
CR Phoenix Healthcare	1515 HK EQUITY	n/a	6.06	17.5	1.2	6.4	8.3	-5.6	0.0	2.2	15.4	1.1	7.1	7.5	11.8	13.9	2.1		
<b>Total average</b>				27.1	3.9	17.2	15.6	5.3	31.0	2.2	30.4	3.6	11.9	17.2	-8.2	-9.8	1.6		

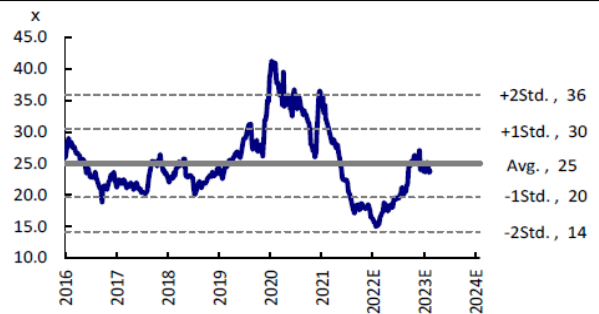
Source: Bloomberg Finance LP, Company data, TISCO Research estimates

Figure 15. BDMS forward EV/EBITDA chart



Source: Bloomberg Finance LP, Company data, TISCO Research estimates

Figure 16. BH forward EV/EBITDA chart



Source: Bloomberg Finance LP, Company data, TISCO Research estimates

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปใช้ข้อมูล บทความ บทความ และกราฟการคำนวณทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้เป็นการนำไปใช้โดยผู้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

31 มกราคม 2566