

# Fundamental Story

## Bangkok Dusit Medical (BDMS TB) - BUY, Price Bt22.5, TP Bt26

### Results Comment

Siriporn Arunothai | Email: siriporn.aru@thanachartsec.co.th

#### ผลการดำเนินงาน 2Q21 ดี เป็นไปตามคาด

- BDMS รายงานกำไรสุทธิ 1.5 พันลบ. ใน 2Q21 เพิ่มขึ้น 217% y-y และ 8% q-q ซึ่งสอดคล้องกับประมาณการของเรา แต่ต่ำกว่าที่ตลาดคาดไว้เล็กน้อย
- การเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่ง y-y ได้รับแรงหนุนหลักจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากบริการที่เกี่ยวข้องกับโควิด-19 และผลกระทบจากฐานที่ต่ำใน 2Q20
- รายได้เติบโต 26% y-y และ 7% q-q เป็น 16.4 พันลบ. ใน 2Q21 หากไม่รวมรายได้จากบริการโควิด-19 รายได้ 2Q21 ของ BDMS เพิ่มขึ้น 12% y-y แต่ลดลง 4% q-q เป็น 14.6 พันลบ. อัตราการกำไรจากการดำเนินงานเพิ่มขึ้นเป็น 6.9% ใน 2Q21 จาก 0.7% ใน 2Q20 และ 6.4% ใน 1Q21 จากรายได้ที่แข็งแกร่ง และผลจาก operating leverage
- กำไร 6M21 คิดเป็น 40% ของประมาณการกำไรทั้งปีของเรา เราคาดว่ากำไรจะมีแนวโน้มแข็งแกร่งขึ้นใน 3Q21F และ 4Q21F เนื่องจากการระบาดของโควิด-19 ที่รุนแรงขึ้น, การขยายขีดความสามารถในการให้บริการโควิด และแหล่งรายได้ใหม่จากวัคซีนโควิด-19
- เรายังคงเห็นเรื่องราวการฟื้นตัวของกำไรของ BDMS ในปี 2021-23F เช่นเดิม โดยปัจจัยขับเคลื่อนกำไรปี 2021F คือบริการโควิด-19 ในขณะที่ ตัวขับเคลื่อนกำไรปี 2022-23F มาจากผู้ป่วยเงินสดที่ดีขึ้น เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" BDMS

| Income Statement (consolidated) |              |              |              |              |              |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Yr-end Dec (Bt m)               | 2Q20         | 3Q20         | 4Q20         | 1Q21         | 2Q21         |
| Revenue                         | 13,080       | 16,071       | 17,134       | 15,311       | 16,443       |
| <b>Gross profit</b>             | <b>3,226</b> | <b>4,902</b> | <b>4,733</b> | <b>4,261</b> | <b>4,681</b> |
| SG&A                            | 3,131        | 3,272        | 3,899        | 3,284        | 3,539        |
| Operating profit                | 95           | 1,629        | 835          | 977          | 1,142        |
| <b>EBITDA</b>                   | <b>1,690</b> | <b>3,244</b> | <b>2,444</b> | <b>2,558</b> | <b>2,839</b> |
| Other income                    | 914          | 910          | 979          | 983          | 992          |
| Other expense                   | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Interest expense                | 218          | 215          | 210          | 195          | 188          |
| <b>Profit before tax</b>        | <b>791</b>   | <b>2,324</b> | <b>1,604</b> | <b>1,765</b> | <b>1,946</b> |
| Income tax                      | 226          | 482          | 286          | 330          | 383          |
| Equity & invest. income         | (37)         | 66           | 26           | 3            | 5            |
| Minority interests              | (71)         | (122)        | (120)        | (99)         | (116)        |
| Extraordinary items             | 0            | 13           | 1,164        | 0            | 0            |
| <b>Net profit</b>               | <b>458</b>   | <b>1,801</b> | <b>2,388</b> | <b>1,339</b> | <b>1,452</b> |
| <b>Normalized profit</b>        | <b>458</b>   | <b>1,787</b> | <b>1,224</b> | <b>1,339</b> | <b>1,452</b> |
| EPS (Bt)                        | 0.03         | 0.11         | 0.15         | 0.08         | 0.09         |
| Normalized EPS (Bt)             | 0.03         | 0.11         | 0.08         | 0.08         | 0.09         |

| Balance Sheet (consolidated) |                |                |                |                |                |
|------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Yr-end Dec (Bt m)            | 2Q20           | 3Q20           | 4Q20           | 1Q21           | 2Q21           |
| Cash & ST investment         | 3,428          | 4,079          | 20,939         | 23,828         | 10,890         |
| A/C receivable               | 6,879          | 6,891          | 7,192          | 6,151          | 6,739          |
| Inventory                    | 1,892          | 1,707          | 1,855          | 1,647          | 1,688          |
| Other current assets         | 894            | 849            | 27             | 43             | 24             |
| Investment                   | 17,334         | 17,077         | 939            | 924            | 930            |
| Fixed assets                 | 78,431         | 78,407         | 81,313         | 80,839         | 80,342         |
| Other assets                 | 23,994         | 23,885         | 23,786         | 23,577         | 23,571         |
| <b>Total assets</b>          | <b>132,852</b> | <b>132,896</b> | <b>136,050</b> | <b>137,009</b> | <b>124,183</b> |
| S-T debt                     | 3,499          | 5,096          | 190            | 2,582          | 2,575          |
| A/C payable                  | 3,692          | 4,071          | 4,450          | 3,936          | 4,229          |
| Other current liabilities    | 5,303          | 4,801          | 6,580          | 6,850          | 5,815          |
| L-T debt                     | 23,993         | 20,593         | 20,594         | 18,095         | 13,095         |
| Other liabilities            | 11,956         | 11,983         | 12,773         | 12,705         | 12,811         |
| Minority interest            | 3,248          | 3,366          | 3,553          | 3,542          | 3,584          |
| <b>Shareholders' equity</b>  | <b>81,162</b>  | <b>82,988</b>  | <b>87,910</b>  | <b>89,299</b>  | <b>82,074</b>  |
| Working capital              | 5,079          | 4,527          | 4,597          | 3,861          | 4,198          |
| Total debt                   | 27,492         | 25,689         | 20,784         | 20,677         | 15,670         |
| <b>Net debt</b>              | <b>24,063</b>  | <b>21,610</b>  | <b>(155)</b>   | <b>(3,151)</b> | <b>4,781</b>   |

Sources: Company data, Thanachart estimates

| Income Statement 6M as   |           |            |           |               |               |
|--------------------------|-----------|------------|-----------|---------------|---------------|
| (Bt m)                   | q-q%      | y-y%       | % 2021F   | 2021F         | 2022F         |
| Revenue                  | 7         | 26         | 47        | 67,539        | 80,806        |
| <b>Gross profit</b>      | <b>10</b> | <b>45</b>  | <b>44</b> | <b>20,128</b> | <b>25,108</b> |
| SG&A                     | 8         | 13         | 47        | 14,412        | 17,058        |
| Operating profit         | 17        | 1,099      | 37        | 5,716         | 8,050         |
| <b>EBITDA</b>            | <b>11</b> | <b>68</b>  | <b>42</b> | <b>12,901</b> | <b>15,528</b> |
| Other income             | 1         | 9          | 45        | 4,390         | 4,674         |
| Other expense            |           |            | na        | 0             | 0             |
| Interest expense         | (4)       | (14)       | 45        | 846           | 776           |
| <b>Profit before tax</b> | <b>10</b> | <b>146</b> | <b>40</b> | <b>9,260</b>  | <b>11,948</b> |
| Income tax               | 16        | 69         | 38        | 1,852         | 2,390         |
| Equity & invest. income  | 80        | na         | 27        | 30            | 33            |
| Minority interests       | na        | na         | 48        | (451)         | (539)         |
| Extraordinary items      |           |            | na        | 0             | 0             |
| <b>Net profit</b>        | <b>8</b>  | <b>217</b> | <b>40</b> | <b>6,987</b>  | <b>9,052</b>  |
| <b>Normalized profit</b> | <b>8</b>  | <b>217</b> | <b>40</b> | <b>6,987</b>  | <b>9,052</b>  |
| EPS (Bt)                 | 8         | 217        | 40        | 0.44          | 0.57          |
| Normalized EPS (Bt)      | 8         | 217        | 40        | 0.44          | 0.57          |

| Financial Ratios (%)    |        |        |        |        |         |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|
|                         | 2Q20   | 3Q20   | 4Q20   | 1Q21   | 2Q21    |
| Sales growth            | (30.0) | (22.9) | (15.6) | (18.9) | 25.7    |
| Operating profit growth | (93.8) | (36.1) | (53.8) | (52.9) | 1,098.8 |
| EBITDA growth           | (42.7) | (19.7) | (26.1) | (30.3) | 68.0    |
| Norm profit growth      | (75.5) | (38.1) | (48.4) | (47.9) | 217.2   |
| Norm EPS growth         | (75.8) | (38.1) | (48.4) | (47.9) | 217.2   |
| Gross margin            | 24.7   | 30.5   | 27.6   | 27.8   | 28.5    |
| Operating margin        | 0.7    | 10.1   | 4.9    | 6.4    | 6.9     |
| EBITDA margin           | 12.9   | 20.2   | 14.3   | 16.7   | 17.3    |
| Norm net margin         | 3.5    | 11.1   | 7.1    | 8.7    | 8.8     |
| D/E (x)                 | 0.3    | 0.3    | 0.2    | 0.2    | 0.2     |
| Net D/E (x)             | 0.3    | 0.3    | (0.0)  | (0.0)  | 0.1     |
| Interest coverage (x)   | 7.8    | 15.1   | 11.6   | 13.1   | 15.1    |
| Interest rate           | 3.0    | 3.2    | 3.6    | 3.8    | 4.1     |
| Effective tax rate      | 28.6   | 20.7   | 17.8   | 18.7   | 19.7    |
| ROA                     | 1.3    | 5.4    | 3.6    | 3.9    | 4.4     |
| ROE                     | 2.3    | 8.7    | 5.7    | 6.0    | 6.8     |

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 87 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ADVA16C2110A, AEON16C2108A, AOT16C2109A, BAM16C2110A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BCH16C2109A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BGR16C2110A, BH16C2109A, CBG16C2108A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CHG16C2111A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2109A, CPAL16C2111A, CPF16C2108A, CPN16C2109A, DELT16C2108A, DELT16C2109A, DOHO16C2111A, DTAC16C2112A, EA16C2108A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GUNK16C2108A, GUNK16C2110A, HANA16C2112A, IRPC16C2108A, IRPC16C2110A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMAR16C2111A, JMT16C2110A, KBAN16C2108A, KBAN16C2109A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, MINT16C2109A, MTC16C2108A, MTC16C2109A, OR16C2108A, OR16C2109A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTT16C2109A, PTT16C2112A, PTTG16C2108A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RS16C2108A, RS16C2109A, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016C2109C, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016P2109A, S5016P2109B, S5016P2112A, SAWA16C2112A, SCB16C2111A, SCC16C2112A, SCGP16C2109A, STA16C2112A, STEC16C2110A, STGT16C2111A, TASC16C2109A, TOP16C2112A, TQM16C2108A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRIM, BH, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, EPG, GPSC, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, STA, STEC, STGT, TASC, TOP, TQM, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทนธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีส่วนได้ส่วนเสียกับบริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททนธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททนธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทนธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หมอศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกัน ได้แก่ นางสาวศรัณย์ ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภที่ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิเมนต์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิเมนต์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภที่ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)