

Dental Corporation

D TB / Dm.BK

14 พฤษภาคม 2561

The next step

บริษัทแจ้งตลาดฯ M&A ดีลที่ 2 ของปีนี้ โดยซื้อธุรกิจจัดจำหน่ายอุปกรณ์ทันตกรรม ซึ่งธุรกิจจัดจำหน่ายนี้จะช่วยเติมเต็ม ธุรกิจทันตกรรมของบริษัทให้ครบวงจรมากขึ้น อีกทั้ง M&A ครั้งนี้นับว่าราคาซื้อไม่แพงโดยคิดเป็น P/E เพียง 8 เท่า เท่านั้น เนื่องจากต้นเรคาดิลนี้ จะหนุนกำไรให้ปรับเพิ่มขึ้นได้ราว 30-50% (full year basis) ซึ่งกำไรที่จะปรับเพิ่มขึ้น คาดจะหนุนให้ราคาเป้าหมายปี 2018 ปรับเพิ่มราว 1.50 บาท/หุ้น ส่งผลราคาเป้าหมายปรับเพิ่มเป็น 12 บาท

สรุปผลประกอบการ 1Q18

บริษัทรายงานกำไร 11 ล้านบาท (ลดลง 12%YoY และทรงตัว QoQ) ในรายได้อยู่ที่ 122 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 4% YoY แต่ลดลง 2% QoQ ได้ปัจจัยหนุนจาก การ ramp-up utilization rate ของสาขา Dental Signature และ Smile Signature เดิม รวมทั้งสาขาใหม่ด้วยอัตรากำไรขั้นต้นในอยู่ที่ 34.7% (ลดลงจาก 1Q17 ที่ 37.6% และลดจาก 4Q17 ที่ 36.5%) ค่าใช้จ่าย SG&A เพิ่มขึ้นเป็น 32 ล้านบาท คิดเป็น SG&A/Revenue ที่ 25.7% (เพิ่มขึ้นจาก 1Q17 ที่ 25.2% แต่ลดลงจาก 4Q17 ที่ 26.4%)

ประกาศ M&A ดีลที่ 2 ซื้อธุรกิจจัดจำหน่ายอุปกรณ์ทันตกรรม

บริษัทประกาศซื้อสินทรัพย์จาก "บริษัท เด็นทัล วิชั่น จำกัด" (DV) ในราคาไม่เกิน 250 ล้านบาท ชำระเป็นเงินสด โดยแหล่งเงินทุนจะมาจาก กระแสเงินสดภายในของบริษัท 50 ล้านบาท และเงินกู้สถาบันการเงิน 200 ล้านบาท คาดชำระรายการเสร็จสิ้นภายใน 3Q18 นี้ สินทรัพย์ที่จะซื้อจาก DV ประกอบด้วย สิทธิในการเป็นตัวแทนจำหน่ายอุปกรณ์ด้านทันตกรรม (Exclusive Distributor) ในประเทศไทยของแต่ละแบรนด์ อุปกรณ์ด้านทันตกรรมในคลังสินค้า ฐานลูกค้า และไอออนพนักงานและผู้บริหาร

Synergy จากดีลนี้ เติมเต็มการให้บริการแบบครบวงจร

ซึ่งธุรกิจจัดจำหน่ายนี้จะช่วยเติมเต็ม ธุรกิจทันตกรรมของบริษัทให้ครบวงจรมากขึ้น ซึ่งแนวโน้มอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องเนื่องกับการแพทย์มีแนวโน้มที่เติบโตต่อเนื่องตามความต้องการของตลาดและนโยบายภาครัฐที่สนับสนุนให้ประเทศไทยเป็นศูนย์กลางการแพทย์ (Medical hub) ซึ่งจะส่งผลให้ความต้องการอุปกรณ์ทันตกรรมเพิ่มมากขึ้น ซึ่งบริษัทตั้งเป้าหมายที่จะเป็นผู้ให้บริการทันตกรรมครบวงจร ทั้งในส่วนคลินิกทันตกรรม โรงพยาบาลทันตกรรม แล็บทันตกรรม และขยายสู่ต้นน้ำด้วย เพื่อเพิ่มมาร์จิ้นด้วยการซื้อตัวแทนจำหน่ายอุปกรณ์ทันตกรรม

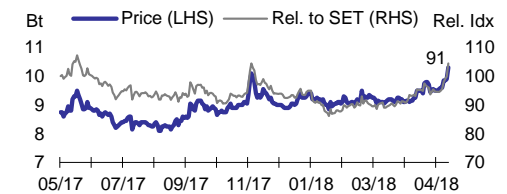
Upside จากการซื้อกิจการ

เนื่องจากเรคาดิลนี้จะหนุนกำไรให้ปรับเพิ่มขึ้นได้ราว 30-50% (full year basis) โดยอิงจากกำไรที่ DV ทำได้ในปี 2016-17 ที่ 20 และ 32 ล้านบาท ตามลำดับ อีกทั้ง M&A ครั้งนี้นับว่าราคาซื้อไม่แพงโดยคิดเป็น P/E เพียง 8 เท่า เท่านั้น (เทียบกับธุรกิจการแพทย์ที่เทรด P/E เฉลี่ย 37 เท่า) ซึ่งกำไรที่จะปรับเพิ่มขึ้น คาดจะหนุนให้ราคาเป้าหมายปี 2018 ปรับเพิ่มราว 1.50 บาท/หุ้น (อิงจาก สมมติฐานรับรู้กำไร 4 เดือน และ P/E ที่ 35 เท่า) ซึ่งเรา จะมีการปรับประมาณการกำไรหลังจากประชุมกับผู้บริหาร

Sector: MAI

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 12.00 บาท
ราคา (11/05/61): 10.50 บาท

Price chart

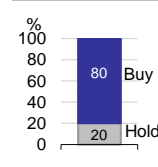


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	11.2	15.0	(0.1)
Absolute	11.4	13.2	13.8

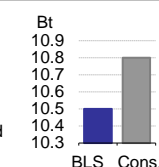
Key statistics

Market cap	Bt2.1bn	USD0.1bn
12-mth price range	Bt8.1/Bt10.5	
12-mth avg daily volume	Bt8m	USD0.3m
# of shares (m)	200	
Est. free float (%)	23.0	
Foreign limit (%)	49.0	

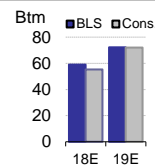
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



Consensus rating



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2017	2018E	2019E	2020E
Revenues (Btm)	460	531	596	632
Net profit (Btm)	46	59	72	79
EPS (Bt)	0.23	0.30	0.36	0.40
EPS grow th (%)	-19%	+28.1%	+22.2%	+10.0%
Core profit (Btm)	46	59	72	79
Core EPS (Bt)	0.23	0.30	0.36	0.40
Core EPS grow th (%)	-19%	+28.1%	+22.2%	+10.0%
PER (x)	39.0	35.5	29.1	26.4
PBV (x)	4.4	5.1	4.7	4.3
Dividend (Bt)	0.22	0.15	0.18	0.20
Dividend yield (%)	2	1.4	1.7	1.9
ROE (%)	17.9	14.4	16.7	16.9

CG/Anti-Corruption

N/A / -

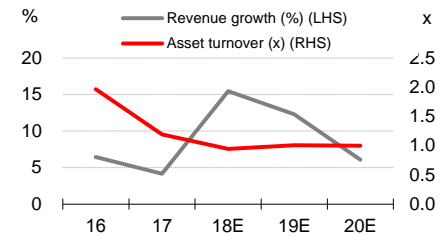
วิกิจ ธีรวรรณรัตน์,
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน/
วิจัยทางเทคนิค
Wikij.tir@bualuang.co.th +662 618 1336

ธนัท พจน์เกษมสิน
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
Thanat.poj@bualuang.co.th +662 618 1333

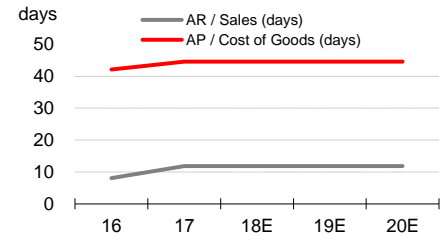
D: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Revenue	441	460	531	596	632
Cost of sales and services	(278)	(291)	(339)	(385)	(406)
Gross profit	163	168	191	211	226
SG&A	(110)	(121)	(122)	(127)	(133)
EBIT	53	48	70	84	92
Interest expense	(5)	(1)	(1)	(1)	(1)
Other income/exp.	5	9	5	7	8
EBT	53	55	74	90	99
Corporate tax	(11)	(9)	(15)	(18)	(20)
After-tax net profit (loss)	43	46	59	72	79
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	43	46	59	72	79
Reported EPS	0.28	0.23	0.30	0.36	0.40
Fully diluted EPS	0.28	0.23	0.30	0.36	0.40
Core net profit	43	46	59	72	79
Core EPS	0.28	0.23	0.30	0.36	0.40
EBITDA	85	79	108	130	138
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	6.4	4.1	15.4	12.3	6.1
Gross margin (%)	36.9	36.6	36.1	35.4	35.7
EBITDA margin (%)	19.2	17.2	20.3	21.8	21.8
Operating margin (%)	12.0	10.4	13.2	14.1	14.6
Net margin (%)	9.6	10.0	11.1	12.1	12.6
Core profit margin (%)	9.6	10.0	11.1	12.1	12.6
ROA (%)	18.9	12.0	10.5	12.2	12.5
ROCE (%)	22.8	13.3	11.4	13.3	13.6
Asset turnover (x)	2.0	1.2	0.9	1.0	1.0
Current ratio (x)	0.5	2.1	2.7	2.4	3.6
Gearing ratio (x)	0.7	0.3	0.3	0.3	0.2
Interest coverage (x)	11.1	47.4	69.6	84.2	92.3
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	16	60	49	47	138
Accounts receivable	10	15	17	19	21
Inventory	9	13	15	17	18
PP&E-net	123	395	418	464	418
Other assets	61	70	73	65	62
Total assets	218	553	572	612	656
Accounts payable	32	36	41	47	50
ST debts & current portion	25	1	11	11	12
Long-term debt	49	102	102	102	102
Other liabilities	6	5	4	2	3
Total liabilities	112	144	158	162	166
Paid-up capital	75	100	100	100	100
Share premium	0	265	265	265	265
Retained earnings	6	19	48	84	124
Shareholders equity	106	410	414	450	489
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	218	553	572	612	656
CASH FLOW (Btm)					
Net income	43	46	59	72	79
Depreciation and amortization	32	32	38	46	46
Change in working capital	2	(6)	(4)	(4)	(2)
FX, non-cash adjustment & others	(3)	(1)	6	6	3
Cash flows from operating activiti	74	71	98	119	125
Capex (Invest)/Divest	(4)	(312)	(75)	(92)	0
Others	(8)	(0)	0	0	0
Cash flows from investing activiti	(12)	(313)	(75)	(92)	0
Debt financing (repayment)	0	(10)	10	0	1
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(44)	(33)	(44)	(30)	(36)
Others	(11)	329	0	0	0
Cash flows from financing activiti	(54)	286	(34)	(30)	(35)
Net change in cash	8	44	(11)	(2)	90
Free cash flow (Btm)	70	(242)	23	27	125
FCF per share (Bt)	0.5	(1.2)	0.1	0.1	0.6

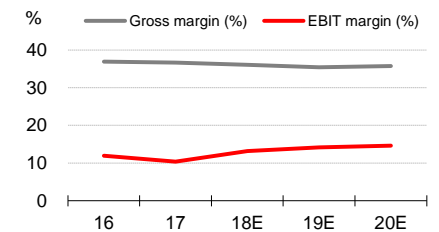
Revenue growth and asset turnover



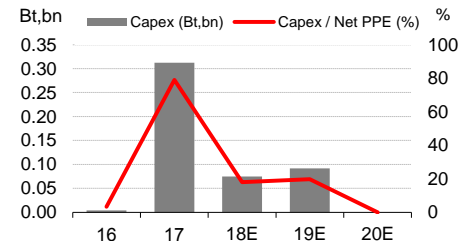
A/C receivable & A/C payable days



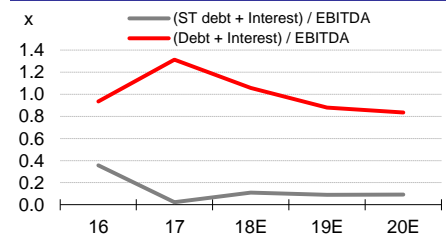
Profit margins



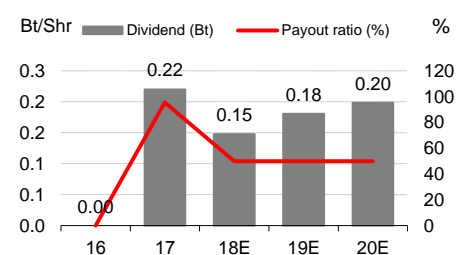
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



D: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
Revenue	118	100	116	125	122
Cost of sales and services	(74)	(64)	(74)	(80)	(80)
Gross profit	44	36	42	46	42
SG&A	(30)	(27)	(31)	(33)	(32)
EBIT	15	9	12	13	11
Interest expense	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
Other income/exp.	2	4	2	1	3
EBT	16	12	13	14	14
Corporate tax	(3)	(2)	(1)	(3)	(3)
After-tax net profit (loss)	12	10	12	11	11
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	12	10	12	11	11
Reported EPS	0.06	0.05	0.06	0.06	0.06
Fully diluted EPS	0.06	0.05	0.06	0.06	0.06
Core net profit	12	10	12	11	11
Core EPS	0.06	0.05	0.06	0.06	0.06
EBITDA	22	16	20	21	19

KEY RATIOS

Gross margin (%)	37.6	36.0	36.4	36.5	34.7
EBITDA margin (%)	19.0	16.3	17.0	16.5	15.7
Operating margin (%)	12.5	8.7	10.0	10.0	8.9
Net margin (%)	10.6	10.0	10.7	8.9	9.0
Core profit margin (%)	10.6	10.0	10.7	8.9	9.0
BV (Bt)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.1
ROE (%)	12.5	9.8	12.5	10.9	10.5
ROA (%)	10.2	8.9	11.0	8.1	7.6
Current ratio (x)	1.1	7.3	4.0	2.4	2.3
Gearing ratio (x)	0.1	0.0	0.0	0.3	0.3
Interest coverage (x)	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2

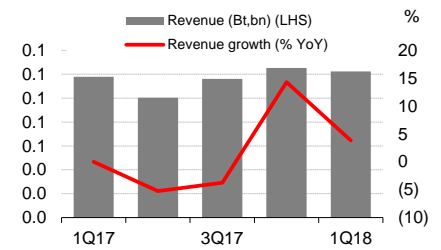
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	288	46	127	60	47
Accounts receivable	10	15	17	15	18
Inventory	9	10	12	13	22
PP&E-net	120	122	123	395	412
Other assets	60	258	172	70	78
Total assets	488	451	451	553	577
Accounts payable	49	33	47	36	43
ST debts & current portion	17	0	1	1	0
Long-term debt	14	2	2	102	105
Other liabilities	8	6	2	5	8
Total liabilities	88	41	53	144	156
Paid-up capital	100	100	100	100	100
Share premium	265	265	265	265	265
Retained earnings	9	19	8	19	30
Shareholders equity	400	410	398	410	421
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	488	451	451	553	577

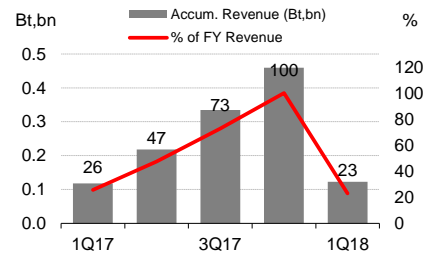
Company profile

บริษัท เดนทัล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (D) กลุ่มบริษัทเป็นผู้นำด้านการให้บริการทางทันตกรรมแบบครบวงจร มุ่งเน้นที่จะทำตลาดกับกลุ่มลูกค้า กลาง-บน และรู้จักดีในกลุ่มชาวต่างชาติ

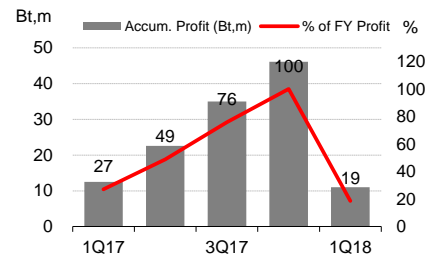
Revenue trend



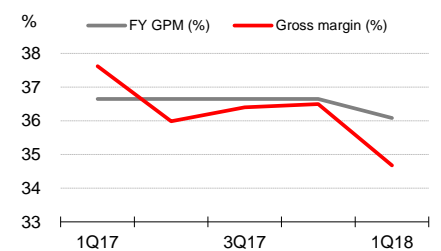
Revenue trend (accumulated)



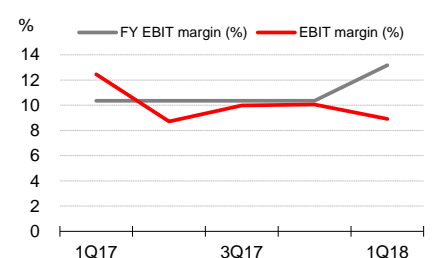
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



Regional Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
Ramsay health care	RHC AU	AUD64.4	9,817	22.7	20.8	12.4	14.2	5.4	4.9	24.6	23.9	2.3	2.5
Apollo Hosp	APHS IN	INR1,044.9	2,158	72.8	40.8	-10.6	77.6	3.8	3.5	5.4	8.9	0.5	0.6
KPJ Healthcare	KPJ MK	MYR0.9	977	23.1	21.0	5.4	7.7	2.3	2.1	10.0	10.4	2.1	2.3
Ryman	RYM NZ	NZD11.4	3,955	27.8	23.8	-8.8	-2.6	3.1	2.8	10.7	11.2	1.8	2.1
Raffles Med Grp	RFMD SP	SGD1.1	1,486	30.3	32.9	-8.0	-8.1	2.6	2.5	8.9	7.9	2.0	1.9
IHH Healthcare	IHH SP	SGD2.0	12,530	50.9	40.0	n.a.	n.a.	2.1	2.1	n.a.	n.a.	0.6	0.7
Bangkok Chain	BCH TB	THB17.30	1,352	38.8	33.8	21.3	14.6	6.7	6.2	20.4	21.3	1.4	1.6
Bangkok Dusit Medical Services	BDMS TB	THB23.50	11,412	39.9	36.5	-10.7	9.4	5.1	4.7	13.8	13.9	1.3	1.4
Bumrungrad Hospital	BH TB	THB192.00	4,386	32.7	29.5	8.6	10.8	7.4	6.6	24.5	24.1	1.5	1.7
Chularat Hospital	CHG TB	THB2.16	745	36.0	31.9	16.8	12.7	6.4	6.0	19.4	20.4	1.9	2.1
Dental Corporation	D TB	THB10.50	66	35.5	29.1	28.1	22.2	5.1	4.7	14.4	16.7	1.4	1.7
Rajthanee Hospital	RJH TB	THB25.50	240	18.4	14.7	22.0	25.5	3.2	2.9	18.6	21.1	2.7	3.4
Thonburi Healthcare Group	THG TB	THB34.75	974	44.7	32.5	19.1	37.7	3.3	3.2	7.7	10.3	0.9	1.2
Simple average				36.4	29.8	8.0	18.5	4.3	4.0	14.9	15.9	1.6	1.8

Bualuang Securities Public Company Limited

DISCLAIMER

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.






BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIP WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein, This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY ACT AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DWs, AND ISSUER OF STRUCTURED NOTES ON THESE SECURITIES. The company may prepare the research reports on those underlying securities. Investors should carefully read the details of the derivative warrants and structured notes in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED IS OR MAY BE AN UNDERWRITER/CO-UNDERWRITER/JOINT LEAD IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF SECURITIES.

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter

CG Rating

Score Range	Score Range	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 00359		Pass
Below 50	No logo given	N/A

Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors

- companies that have **declared** their intention to join CAC, and
- companies **certified** by CAC.

CORPORATE GOVERNANCE REPORT DISCLAIMER

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

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 IOD survey is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. 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 date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Bualuang Securities Public Company Limited neither confirms nor certifies the accuracy of such survey results.

“Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, Bualuang Securities Public Company Limited neither confirms, verifies, nor certifies the accuracy and completeness of the assessment result.”

BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK

STOCK RECOMMENDATIONS

BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.

HOLD: Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.

SELL: Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.

TRADING BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

SECTOR RECOMMENDATIONS

OVERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

NEUTRAL: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

UNDERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.