

เดนทัล คอร์ปอเรชั่น

D TB / Dm.BK

3 พฤษภาคม 2560

Earnings uptrend with expanding capacity

ประเด็นการลงทุน

เรามองว่าโมเดลธุรกิจที่ดีของบริษัทจะเป็นปัจจัยขับเคลื่อนให้กำไรเติบโตสูงทั้งในระยะสั้นและระยะยาว โดยเราคาด 1Q17 กำไรบริษัทจะเติบโต 17%YoY จากสาขาที่เก่าเริ่มติดตลาด และบริษัทยังมีแผนการขยายสาขาอีกราว 3-4 สาขาในปีนี้ คาดหนุนให้กำไรรวมเติบโตราว 26% สำหรับระยะยาวยังคงมีข้อพิพาทจากแล็บทันตกรรมจะเป็นอีกหนึ่ง key success ซึ่งจะช่วยลดต้นทุน และควบคุมมาตรฐานการบริการลูกค้า รวมทั้งฐานะการเงินที่แข็งแกร่ง บริษัทจึงมีความพร้อมสำหรับการขยายกิจการในอนาคต เราแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 9.50 บาท

สาขาเก่าเริ่มติดตลาด ... พร้อมขยายสาขาอย่างต่อเนื่อง

ค่ากำไร 1Q17 ที่ 12.2 ล้านบาท เติบโตได้ 17% YoY และ 16% QoQ โดยคาดปัจจัยหนุนหลักๆ มาจาก สาขา Dental Signature และ Smile Signature ที่มีการเปิดสาขาราว 4 สาขาในช่วง 2 ปี 2015-16 ที่ผ่านมา เริ่มเข้าสู่ช่วงการ ramp-up utilization rate ซึ่งคาดว่าจะเห็นภาพของบางสาขาที่พลิกจากขาดทุนมาเป็นกำไร

บริษัทมีแผนขยายสาขาเพิ่มราว 3-4 สาขาในปีนี้ ปัจจุบันมีการเปิดไปแล้ว 1 สาขา คือ ชิคคอน สแควร์ (เป็นการ relocate ไปยัง location ที่ดีขึ้น) ขณะนี้อยู่ในระหว่างการเจรจาขยายอีก 2 สาขา ซึ่งเป็นพื้นที่ในศูนย์การค้า โดยบริษัทจะใช้ แบนด์ Smile Signature และ Dental Signature ซึ่งจะมี ความชัดเจนในเร็วๆ นี้ และคาดว่าจะเห็นการทยอยเปิดให้ครบตามเป้าหมายในปีนี้

แล็บทันตกรรม ลดต้นทุน เพิ่มความสามารถในการแข่งขัน

แล็บทันตกรรมจะเป็นอีกหนึ่ง key success ของบริษัท ซึ่งจะเป็นปัจจัยหนุนกำไรในระยะสั้น เพราะโดยปกติ ค่าใช้จ่ายด้านแล็บที่บริษัทจ่าย outsources อยู่ที่ราว 8-9% ของรายได้ (ในขณะที่แล็บ outsources มีกำไร net margin ราว 15-20%) หากบริษัทกลับมาใช้แล็บของตัวเอง 100% คาดจะเห็นมาร์จิ้นที่ดีขึ้นราว 1-2% เป็นอย่างน้อย ซึ่งแล็บของบริษัทได้เปิดดำเนินการแล้วตั้งแต่ปลายปี 2016 นอกจากนี้เรามองว่าแล็บจะช่วยสร้างความสำเร็จในระยะยาวได้ด้วย เพราะบริษัทจะสามารถควบคุมได้ทั้งคุณภาพและเวลา ซึ่งสามารถช่วยให้บริษัทสามารถให้บริการในระดับที่ผู้บริการรายอื่นไม่สามารถทำได้ จะเป็นปัจจัยดึงดูดลูกค้าต่างชาติที่มารักษากับบริษัทด้วยเวลาการเดินทางที่จำกัด

โครงสร้างการเงินที่แข็งแกร่ง พร้อมสำหรับการขยายกิจการ

หลังจากที่บริษัทได้เงินจาก IPO ราว 300 ล้านบาท และนำไปจ่ายเงินกู้ราว 50 ล้านบาท ส่งผลให้บริษัทสามารถประหยัดดอกเบี้ยจ่ายได้ปีละประมาณ 5 ล้านบาท (คิดเป็นกำไรส่วนเพิ่มราว 10%) และอยู่ในสถานะ debt free ส่งผลให้บริษัทมีศักยภาพในการลงทุนขยายกิจการเพิ่ม ไม่น้อยกว่า 500-600 ล้านบาท (อิง IBD/E ที่ 0.5 เท่า เทียบกับค่าเฉลี่ยกลุ่มโรงพยาบาล) เพื่อเติมเต็มโครงสร้างของกลุ่มบริษัท โดยคาดว่าจะมีการขยายในบริษัทย่อย บริษัท โรงพยาบาล ทันตกรรมกรุงเทพ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด ("BIDH") หากอิงกับเงินลงทุนต่อเตียง (CAPEX/bed) ที่ 10 ล้านบาท คาดบริษัทสามารถขยายโรงพยาบาลได้ 50-60 เตียง (เทียบกับปัจจุบันที่มีราว 60 เตียง) ซึ่งเรายังไม่รวมในประมาณการ

Sector: MAI

คำแนะนำพื้นฐาน: ซื้อ

เป้าหมายพื้นฐาน: 9.50 บาท

ราคา (2/5/60): 8.75 บาท

Key statistics

Market cap	Bt1.8bn	USD0.1bn
12-mth price range	Bt7.7/Bt9.2	
12-mth avg daily volume	Bt11m	USD0.3m
# of shares (m)	200	
Est. free float (%)	23.0	
Foreign limit (%)	49.0	

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2016	2017E	2018E	2019E
Revenues (Btm)	441	497	566	646
Net profit (Btm)	43	54	71	88
EPS (Bt)	0.28	0.27	0.35	0.44
EPS growth (%)	+131%	-4.2%	+30.1%	+25.1%
Core profit (Btm)	43	54	71	88
Core EPS (Bt)	0.28	0.27	0.35	0.44
Core EPS growth (%)	+131%	-4.2%	+30.1%	+25.1%
PER (x)	nm	32.2	24.8	19.8
PBV (x)	nm	4.2	3.8	3.4
Dividend (Bt)	nm	0.11	0.14	0.18
Dividend yield (%)	nm	1.2	1.6	2.0
ROE (%)	45.0	20.9	16.3	18.3

CG/Anti-Corruption

N/A	-
-----	---

วิจิตร ธีรธรรมรัตน์ , นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน/ปัจจัยทางเทคนิค
Wikij.tir@bualuang.co.th
+662 618 1336

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

D : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Revenue	415	441	497	566	646
Cost of sales and services	(278)	(278)	(313)	(358)	(412)
Gross profit	137	163	185	208	234
SG&A	(119)	(110)	(118)	(124)	(129)
EBIT	18	53	67	84	105
Interest expense	(6)	(5)	(5)	(2)	(1)
Other income/exp.	4	5	6	6	7
EBT	16	53	68	88	110
Corporate tax	(4)	(11)	(14)	(18)	(22)
After-tax net profit (loss)	12	43	54	71	88
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	43	54	71	88
Reported EPS	0.12	0.28	0.27	0.35	0.44
Fully diluted EPS	0.12	0.28	0.27	0.35	0.44
Core net profit	12	43	54	71	88
Core EPS	0.12	0.28	0.27	0.35	0.44
EBITDA	56	85	103	126	155

KEY RATIOS

Revenue growth (%)	nm	6.4	12.6	13.9	14.1
Gross margin (%)	33.0	36.9	37.1	36.7	36.2
EBITDA margin (%)	13.5	19.2	20.7	22.3	23.9
Operating margin (%)	4.4	12.0	13.5	14.8	16.2
Net margin (%)	3.0	9.6	10.9	12.5	13.7
Core profit margin (%)	3.0	9.6	10.9	12.5	13.7
ROA (%)	10.6	18.9	14.1	12.2	14.4
ROCE (%)	12.8	22.8	17.8	15.7	17.8
Asset turnover (x)	3.6	2.0	1.3	1.0	1.1
Current ratio (x)	0.4	0.5	3.2	3.1	3.9
Gearing ratio (x)	1.3	0.7	0.0	0.0	0.0
Interest coverage (x)	3.0	11.1	14.1	42.0	104.6

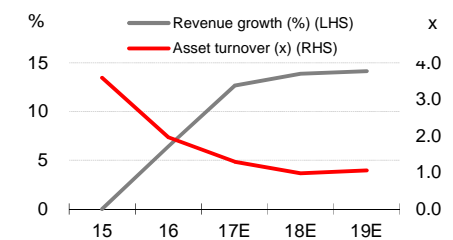
BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	8	16	352	370	358
Accounts receivable	14	10	11	13	0
Inventory	8	9	10	11	13
PP&E-net	136	123	114	146	188
Other assets	66	61	64	64	64
Total assets	231	218	550	604	623
Accounts payable	36	32	36	41	0
ST debts & current portion	35	25	12	12	12
Long-term debt	75	49	3	3	3
Other liabilities	4	6	86	93	100
Total liabilities	149	112	137	149	114
Paid-up capital	50	75	100	100	100
Share premium	0	0	275	275	275
Retained earnings	7	6	38	81	134
Shareholders equity	83	106	413	456	509
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	231	218	550	604	623

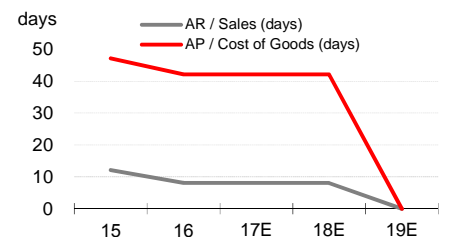
CASH FLOW (Btm)

Net income	12	43	54	71	88
Depreciation and amortization	37	32	36	42	50
Change in working capital	6	2	(2)	(3)	11
FX, non-cash adjustment & others	(48)	(3)	36	5	(41)
Cash flows from operating activiti	8	74	124	115	108
Capex (Invest)/Divest	(24)	(4)	(50)	(75)	(92)
Others	(20)	(8)	0	0	0
Cash flows from investing activiti	(44)	(12)	(50)	(75)	(92)
Debt financing (repayment)	(16)	0	0	0	0
Equity financing	0	0	308	0	0
Dividend payment	(5)	(44)	0	(22)	(28)
Others	(20)	(8)	0	0	0
Cash flows from financing activiti	41	(54)	261	(22)	(28)
Net change in cash	5	8	336	19	(12)
Free cash flow (Btm)	(16)	70	74	40	16
FCF per share (Bt)	(0.2)	0.5	0.4	0.2	0.1

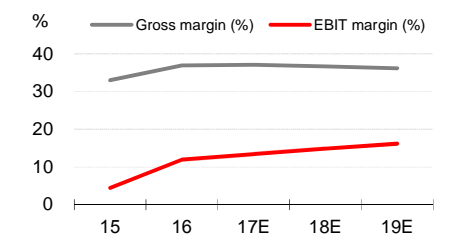
Revenue growth and asset turnover



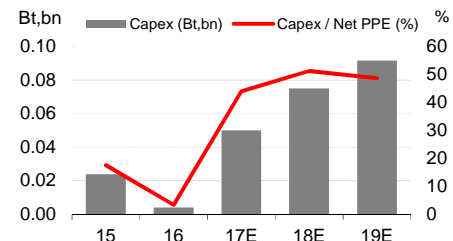
A/C receivable & A/C payable days



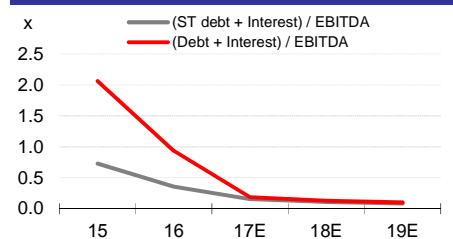
Profit margins



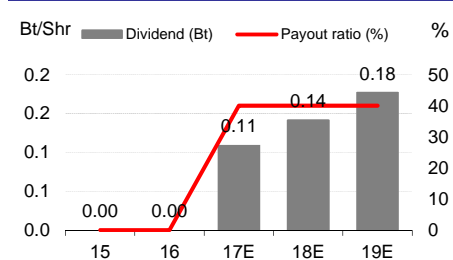
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



D : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16
Revenue	105	106	121	110
Cost of sales and services	(66)	(65)	(76)	(72)
Gross profit	39	41	45	38
SG&A	(27)	(29)	(29)	(25)
EBIT	13	12	16	13
Interest expense	(1)	(1)	(1)	(1)
Other income/exp.	2	1	1	1
EBT	13	11	15	13
Corporate tax	(3)	(2)	(3)	(3)
After-tax net profit (loss)	10	9	12	10
Minority interest	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0
Net profit (loss)	10	9	12	10
Reported EPS	180.12	0.05	0.06	0.05
Fully diluted EPS	180.12	0.05	0.06	0.05
Core net profit	10	9	12	10
Core EPS	180.12	0.06	0.08	0.05
EBITDA	21	20	24	21

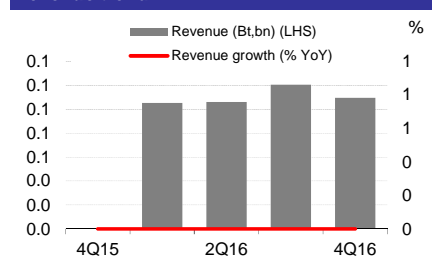
KEY RATIOS

Gross margin (%)	37.4	38.3	37.3	34.5
EBITDA margin (%)	19.6	18.5	19.7	18.9
Operating margin (%)	12.1	10.9	13.0	11.7
Net margin (%)	9.9	8.8	10.2	9.6
Core profit margin (%)	9.9	8.8	10.2	9.6
BV (Bt)	1,564.1	0.7	0.7	0.7
ROE (%)	46.1	35.1	45.5	39.5
ROA (%)	17.8	15.2	21.5	19.2
Current ratio (x)	1.1	1.1	1.2	1.3
Gearing ratio (x)	1.1	0.9	0.7	0.7
Interest coverage (x)	0.3	0.3	0.2	0.2

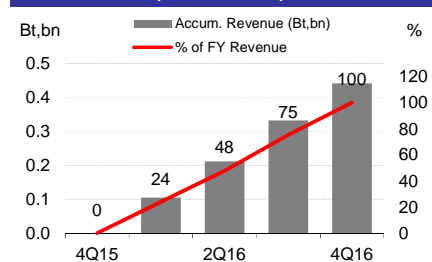
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	12	27	18	16
Accounts receivable	14	15	12	10
Inventory	9	8	9	9
PP&E-net	135	132	128	123
Other assets	65	63	61	61
Total assets	235	245	229	218
Accounts payable	39	40	40	32
ST debts & current portion	30	34	25	25
Long-term debt	68	63	52	49
Other liabilities	7	2	4	6
Total liabilities	145	139	121	112
Paid-up capital	58	75	75	75
Share premium	0	0	0	0
Retained earnings	7	6	7	6
Shareholders equity	91	106	108	106
Minority interests	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	235	245	229	218

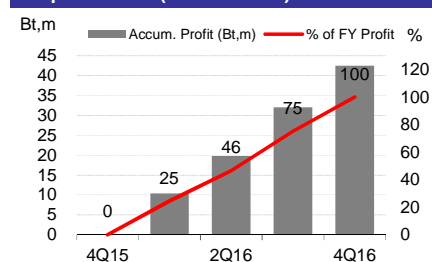
Revenue trend



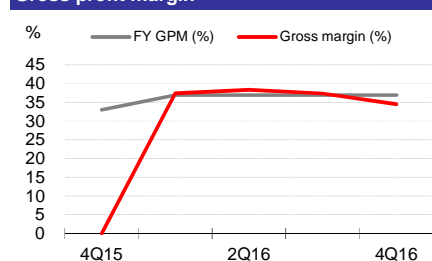
Revenue trend (accumulated)



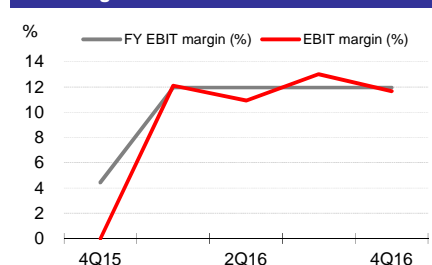
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



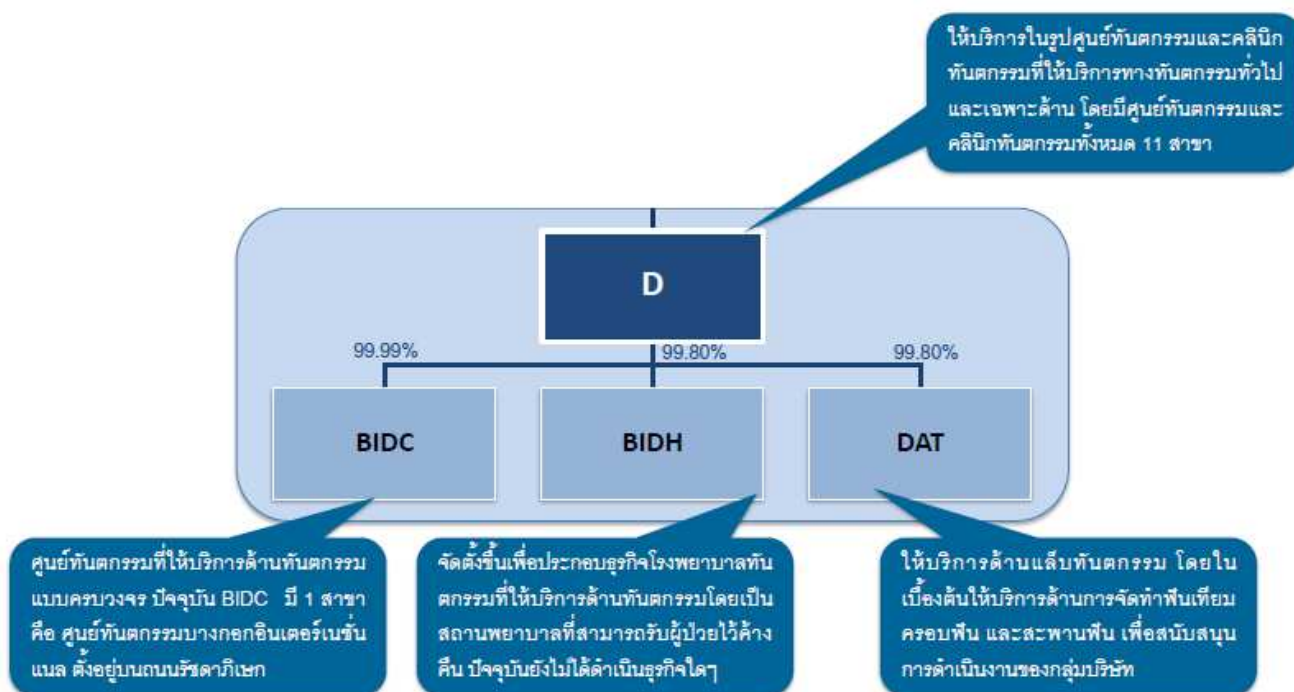
EBIT margin



Company profile

บริษัท เดนทัล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (D) กลุ่มบริษัทเป็นผู้นำด้านการให้บริการทางทันตกรรมแบบครบวงจร มุ่งเน้นที่จะทำตลาดกับกลุ่มลูกค้า กลาง-บน และรู้จักดีในกลุ่มชาวต่างชาติ คลินิกทันตกรรมของกลุ่มบริษัท (บริษัทฯ และบริษัทย่อย) ประกอบด้วยทีมทันตแพทย์ผู้เชี่ยวชาญมากกว่า 100 ท่าน มีห้องรักษาทันตกรรมทั้งสิ้น 64 ห้องทันตกรรม (ใน 1Q17)

Figure 1 : Group Share Holding Structure



Sources: Company data

Sector Comparisons

	Bloomberg	Price	Market Cap	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
	Code	(local curr.)	(US\$ equivalent)	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
Ramsay health care	RHC AU	AUD69.8	10,632	26.5	23.7	21.1	11.7	6.3	5.6	24.5	24.2	1.9	2.2
Apollo Hosp	APHS IN	INR1,228.3	2,669	60.9	42.7	-18.1	43.6	4.6	4.3	7.6	10.3	0.5	0.6
KPJ Healthcare	KPJ MK	MYR4.2	1,015	29.3	25.2	5.2	18.1	2.7	2.5	9.2	10.1	1.7	2.0
Ryman	RYM NZ	NZD8.8	3,054	26.9	23.2	-46.6	16.0	2.9	2.6	11.5	11.6	2.1	2.3
Raffles Med Grp	RFMD SP	SGD1.4	1,756	33.8	31.5	1.5	7.3	3.4	3.1	10.5	10.7	1.4	1.5
IHH Healthcare	IHH SP	SGD2.0	11,668	46.3	37.5	n.a.	n.a.	2.2	2.1	n.a.	n.a.	0.6	0.7
Bangkok Chain	BCH TB	THB13.10	944	35.5	30.5	n.a.	n.a.	5.9	5.3	n.a.	n.a.	1.5	1.7
Rajthanee Hospital	RJH TB	THB22.70	193	34.8	29.9	26.4	16.5	4.3	4.0	12.6	13.7	1.2	1.4
Ratchaphruek Hospital	RPH TB	THB5.50	87	38.3	43.0	-19.2	-10.9	2.4	2.3	8.9	5.5	1.0	0.9
Chularat Hospital	CHG TB	THB2.38	757	39.2	32.6	18.2	20.5	7.6	7.1	20.7	23.3	1.8	2.2
Dental Corporation	D TB	THB8.75	50	32.2	24.8	-4.2	30.1	4.2	3.8	20.9	16.3	1.2	1.6
Bangkok Dusit Medical Services	BDMS TB	THB20.20	9,089	35.1	31.8	6.3	10.3	5.0	4.6	15.4	15.7	1.5	1.7
Bumrungrad Hospital	BH TB	THB175.00	3,696	33.0	29.8	6.8	10.6	7.5	6.6	24.8	23.9	1.5	1.7
Simple average				36.3	31.3	-0.2	15.8	4.5	4.2	15.1	15.0	1.4	1.6

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
SCCC, MILL	BGRIM, THG, WHAUP, GGC

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.