Sector Report

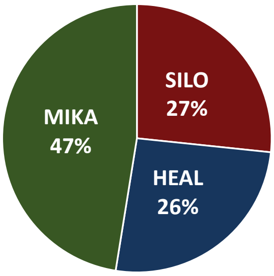
Healthcare Sector

5 May 2023 **JCI Index: 6,787**

Neutral

Stock Recomendation				
Ticker	**Rating**	**Price (IDR)**	**TP (IDR)**	**Upside (%)**
HEAL	HOLD	1,355	1,600	18.1
MIKA	HOLD	2,580	2,800	8.5
SILO	BUY	1,645	1,900	15.5

Sector Market Cap Weighting



Jonathan Guyadi
+62 21 2854 8321
Jonathan.guyadi@samuel.co.id

Brandon Boedhiman
+62 21 2854 8100
brandon.boedhiman@samuel.co.id

Staying in Positive Trajectory

Kinerja 1Q23. Tiga emiten kesehatan dalam coverage kami (SILO. MIKA. HEAL) secara kumulatif mencatatkan pertumbuhan pendapatan dan laba bersih di 1Q23. didukung oleh peningkatan trafik pasien bahkan di saat pandemi Covid-19 semakin mereda (kontribusi rata-rata Covid-19 turun di bawah ~1% di 1Q23. vs. ~10% di 1Q22). dan peningkatan jumlah base case yang lebih kompleks. Secara kumulatif. ketiga emiten tersebut mencatatkan pertumbuhan pendapatan sebesar +11.3% YoY (+3.3% QoQ), berkat trafik pasien dan kenaikan ASP; pasien rawat jalan dan rawat inap masing masing naik menjadi 3.5 juta (+20.8% vs. 1Q19; +4.6% QoQ) (rata-rata 5 tahun: 2.9 juta) dan 280 ribu (+31.1% vs. 1Q19; +2.1% QoQ) (Rata-rata 5 tahun: 220 ribu), sedangkan pendapatan rawat inap per hari naik menjadi 3.7 juta pada 1Q23 (+13.0% vs 1Q19). Secara umum, kinerja pendapatan 1Q23 ketiga emiten tersebut sejalan dengan estimasi kami dan konsensus (MIKA: SSI 22.1%, konsensus: 21.9%, SILO: SSI 24.7%. konsensus: 26.2%, HEAL: SSI 23.1%. konsensus: 23.4%). Terkait margin, margin ketiga emiten tersebut kembali ternormalisasi di 1Q23; MIKA membukukan margin EBITDA sebesar 35.1% pada 1Q23 (1Q22: 39.4%), HEAL membukukan 24.7% (1Q22: 27.5%). sedangkan SILO justru melaporkan margin EBITDA yang lebih baik dibandingkan 1Q22 (29.5. 1Q22: 22.4%), didukung oleh peningkatan base case yang lebih kompleks. Dari segi laba bersih,. laba bersih kumulatif ketiga emiten tersebut naik +12.3% YoY (+4.4% QoQ) di 1Q23; kinerja laba bersih MIKA dan SILO sejalan dengan estimasi kami (MIKA: SSI 20.7%, konsensus: 20.2%; SILO: SSI: 29.2%, konsensus: 34.1%), sementara performa laba bersih di bawah ekspektasi (SSI: 17.4%; konsensus: 19.1%), terutama karena lonjakan biaya IT yang dibukukan di 1Q23 (akan kembali normal pada 2Q23).

Revisi guidance. Menyusul kinerja 1Q23 yang kurang memuaskan, MIKA memutuskan untuk merevisi guidance pertumbuhan top-line untuk 2023F menjadi +8-10% YoY (sebelumnya: +13-15) dengan proyeksi margin EBITDA yang konservatif ~36-37% (sebelumnya: 36-38%) karena beberapa alasan: 1) penurunan kasus COVID-19, 2) naiknya kontribusi BPJS karena situasi ekonomi yang sulit (perkiraan inflasi Indonesia 2023F: 4.0%, rata-rata 5 tahun: ~3%), dan 3) pembukaan rumah sakit baru di 1Q23 (Slawi dan Pamulang), yang turut menekan margin perusahaan. Sementara itu, SILO dan HEAL memutuskan untuk mempertahankan guidance mereka, dengan SILO memperkirakan pertumbuhan top-line dua-digit kecil-hingga-sedang dan margin EBITDA ~25% (Namun, SILO memperkirakan margin EBITDA mencapai ~29% di 2H23, sejalan dengan proyeksi kami untuk margin net EBITDA SILO di 2023F ~29%). Terkait HEAL, emiten tersebut mempertahankan guidance top-linenya di IDR 5.7-5.9 triliun (+16-20% YoY), dengan margin EBITDA ~28-30% di 2023F, karena HEAL yakin akan mencatat performa yang lebih baik di 2H23, didukung oleh normalisasi biaya IT dan pendapatan per pasien yang lebih baik (setelah penyesuaian tarif BPJS dan ASP perusahaan di 1Q23).

Netral. Kami merevisi proyeksi FY kami untuk MIKA dan HEAL, karena kami meyakini keduanya akan mencatatkan kinerja yang lebih lemah dari ekspektasi di FY23 kami merevisi turun proyeksi bottom-line MIKA dan HEAL sebanyak –10.3%/ -8,7%, dan memangkas TP MIKA menjadi IDR 2,800/saham (sebelumnya: IDR 3,000/saham) dan HEAL menjadi IDR 1.600/saham (sebelumnya: IDR 1,700/saham, menyiratkan 14.5x EV/EBITDA FY23F. Kami menjadikan HEAL sebagai top pick kami karena kami percaya bahwa tarif INA-CBG baru dan skema CoB akan menguntungkan mereka yang memiliki pangsa pasien JKN yang lebih besar, dan memberikan fleksibilitas untuk menyesuaikan ASP dalam jangka panjang. Selain itu, dengan mempertimbangkan kemungkinan situasi ekonomi yang sulit di tahun 2023 (prakiraan inflasi 2023F: ~4%; rata-rata 5 tahun: ~3%), kami memperkirakan akan melihat pertumbuhan positif pada trafik pasien JKN. Upside: (1) Trafik pasien yang lebih baik dari perkiraan, (2) base case yang lebih kompleks Risiko: (1) Perlambatan ekonomi (2) Penurunan pendapatan per pasien yang lebih buruk dari perkiraan.

Table 1. Valuation highlights

Ticker	Rating	CP	TP	Upside	P/B (x)		EV/EBITDA (x)		NP (IDRBn)		EPSG (%)		ROE (%)	
		(IDR)	(IDR)	(%)	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
HEAL	HOLD	1.355	1.600	18,1	5,8	5,1	14,5	12,9	730	826	95,0	14,9	9,1	9,4
MIKA	HOLD	2.580	2.800	8,5	6,6	5,8	24,2	20,1	1001	1243	-0,7	24,3	17,5	19,3
SILO	BUY	1.645	1.900	15,5	3,3	3,0	9,5	8,5	856	972	22,9	13,6	11,8	12,3
Sector					**5,2**	**4,6**	**16,1**	**13,8**	**2587**	**3042**	**39,1**	**17,6**	**12,8**	**13,7**

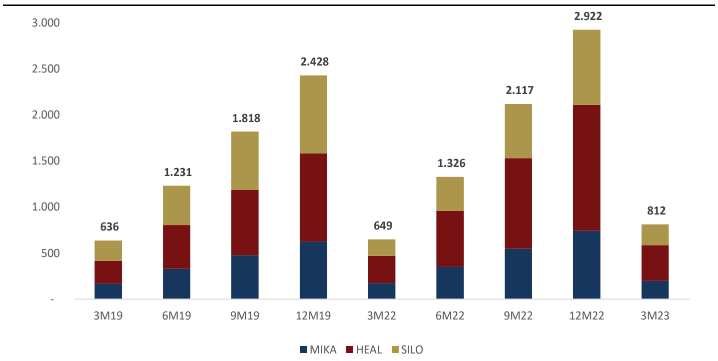
Source: SSI research

Table 2. Regional peers comparison

Company Name	Country	Company Ticker	Market Cap (IDR Tn)	PER (x) 2023F	PER (x) 2024F	EV/EBITDA (x) 2023F	EV/EBITDA (x) 2024F	PBV (x) 2023F	PBV (x) 2024F	ROE (%) 2023F	ROE (%) 2024F
FORTIS HEALTHCAR	IN	FORH IN	36	37.4	30.4	18.3	15.5	3.0	2.6	8.2	9.0
NARAYANA HRUDAYA	IN	NARH IN	28	28.0	26.8	16.9	15.2	7.8	6.1	30.2	24.5
ASTER DM HEALTHC	IN	ASTERDM IN	22	28.1	16.8	11.6	9.5	2.8	2.4	10.0	14.4
KRISHNA INSTITUT	IN	KIMS IN	21	36.0	30.7	20.5	17.1	6.9	5.6	21.2	21.0
HEALTHCARE GLOBA	IN	HCG IN	7	112.8	43.8	15.1	12.8	4.2	3.8	3.8	9.0
MAX HEALTHCARE I	IN	MAXHEALT IN	84	38.9	37.0	29.3	25.5	6.0	5.2	15.7	14.7
GREENTOWN SERVIC	CN	2869 HK	28	17.1	14.0	7.2	6.0	1.7	1.6	10.3	11.8
RAMKHAMHAENG HOS	TH	RAM TB	27	33.3	30.3	30.9	28.2	3.1	3.0	9.6	10.2
THONBURI HEALTHC	TH	THG TB	25	60.0	53.8	29.3	27.3	5.4	5.2	8.8	9.4
BANGKOK CHAIN HO	TH	BCH TB	23	27.8	24.9	15.0	13.9	3.7	3.4	13.7	14.5
CHULARAT HOSPITA	TH	CHG TB	16	28.9	25.5	17.5	16.0	4.8	4.5	17.8	18.2
VIBHAVADI MED	TH	VIBHA TB	16	37.7	37.7	22.1	20.9	2.1	2.0	5.3	5.5
PRARAM 9 HOSPITA	TH	PR9 TB	7	24.9	22.4	12.9	11.8	2.9	2.7	12.1	12.5
RAJTHANEE HOSPIT	TH	RJH TB	4	21.3	21.3	13.7	13.3	3.9	3.7	18.0	18.0
LADPRAO GENERAL	TH	LPH TB	2	18.3	27.5	11.6	11.7	2.2	2.2	10.5	9.7
RATCHAPHRUEK HOS	TH	RPH TB	16	22.9	20.4	11.0	10.5	2.1	1.9	9.2	10.0
KPJ HEALTHCARE	MY	KPJ MK	30	21.5	21.2	12.3	12.1	2.6	2.5	12.0	11.8
RAFFLES MEDICAL	SG	RFMD SP	36	37.4	30.4	18.3	15.5	3.0	2.6	8.2	9.0
		Adjusted Average		**34.1**	**29.4**	**19.5**	**17.3**	**4.4**	**3.8**	**13.8**	**14.0**

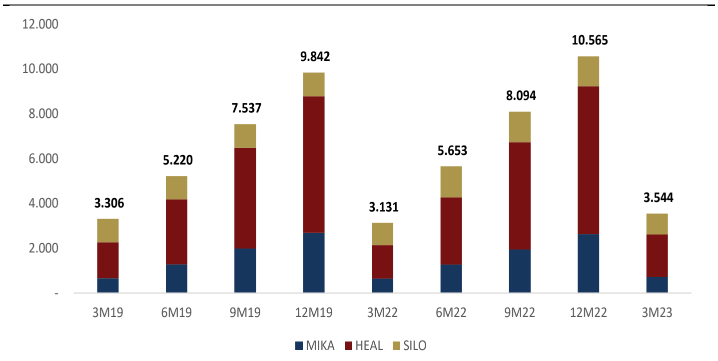
Source: Bloomberg, SSI research

Figure 1. Inpatient days ('000)



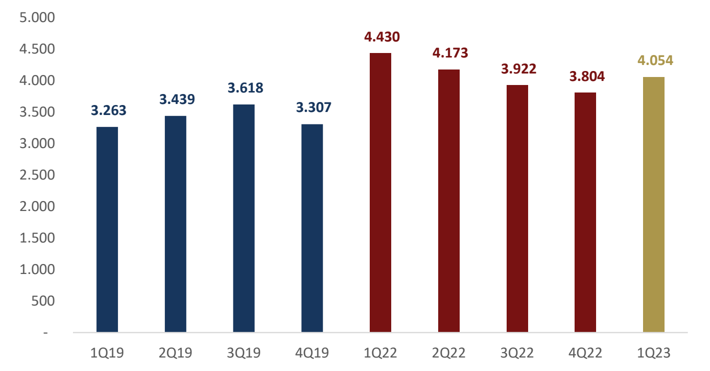
Source: Companies, SSI research

Figure 2. Outpatient visits ('000)



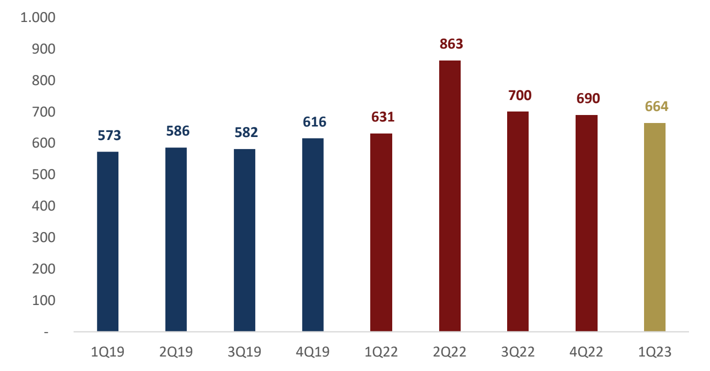
Source: Companies, SSI research

Figure 3. Average revenue per inpatient day (in IDR thousand)



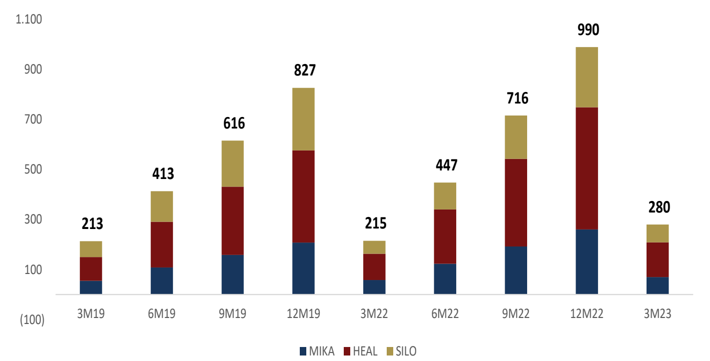
Source: Companies, SSI research

Figure 4. Average revenue per outpatient visit (in IDR thousand)



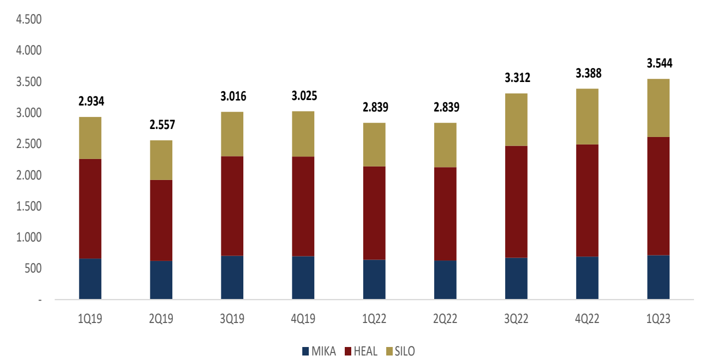
Source: Companies, SSI research

Figure 5. Inpatient admission (in thousands)



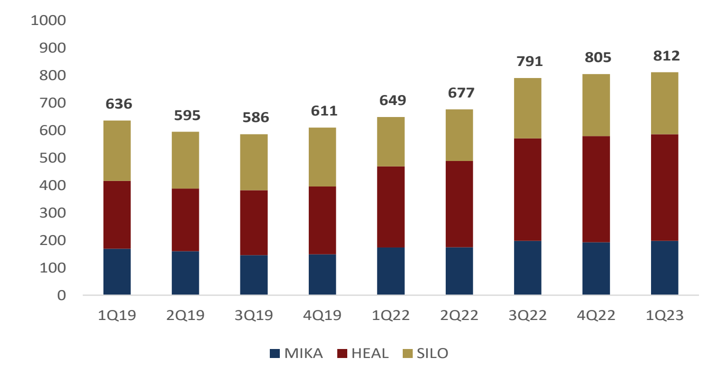
Source: Companies, SSI research

Figure 6. Quarterly outpatient visits (in thousands)



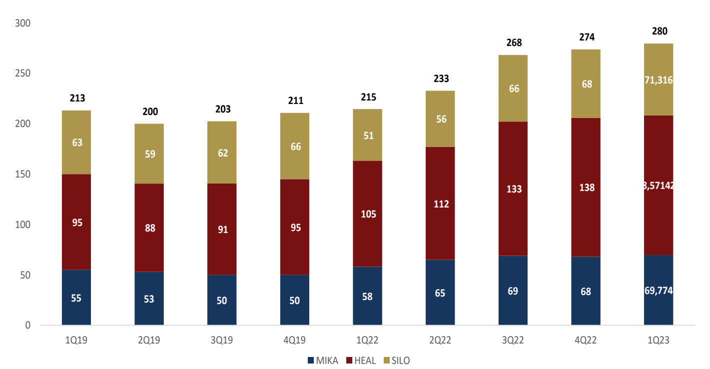
Source: Companies, SSI research

Figure 7. Quarterly inpatient days (in thousands)



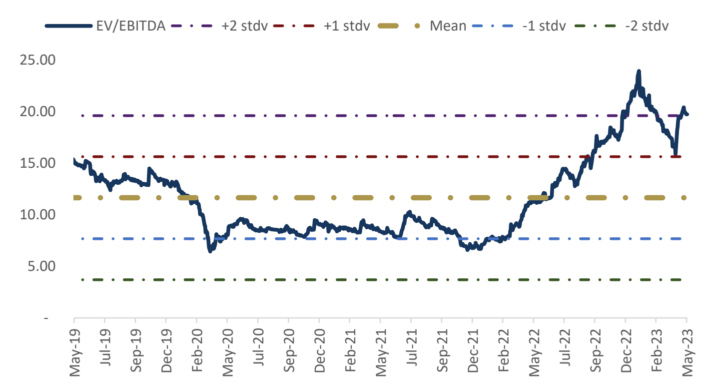
Source: Companies, SSI research

Figure 8. Quarterly inpatient admission (in thousands)



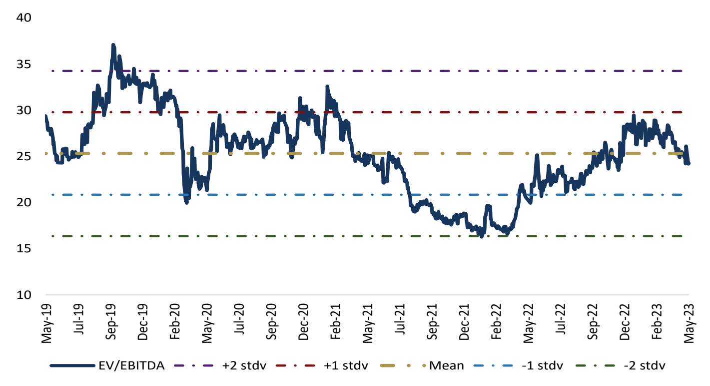
Source: Companies, SSI research

Figure 9. HEAL's EV/EBITDA



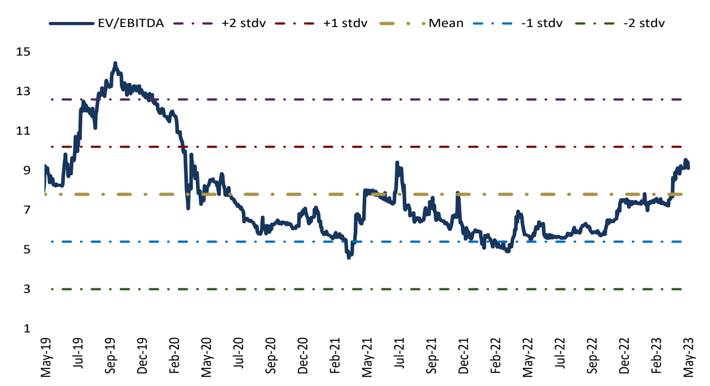
Source: Bloomberg, Company, SSI research

Figure 10. MIKA's EV/EBITDA



Source: Bloomberg, Company, SSI research

Figure 11. SILO's EV/EBITDA

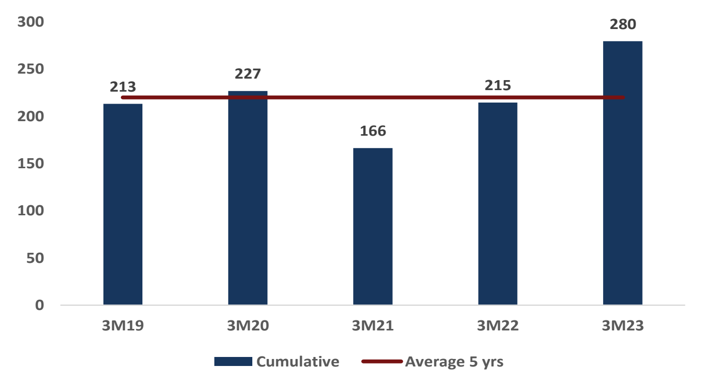


Source: Bloomberg, Company, SSI research

Figure 12. Healthcare EV/EBITDA

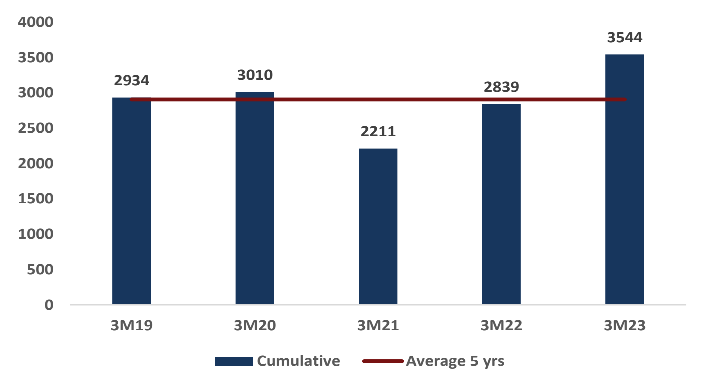
Source: Bloomberg, Company, SSI research

Figure 13. Total inpatient admissions ('000s)



Source: Bloomberg, Company, SSI research

Figure 14. Total outpatient visits ('000s)



Source: Bloomberg, Company, SSI research

Table 3. Forecast Changes (MIKA)

	Before			Revision			Percentage		
	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F
Revenue	4.651	5.285	6.013	4.448	5.053	5.748	*-4,4%*	*-4,4%*	*-4,4%*
growth (%)	*14,9%*	*13,6%*	*13,8%*	*9,8%*	*13,6%*	*13,8%*			
Operating Profit	1.455	1.693	1.974	1.295	1.578	1.843	*-11,0%*	*-6,8%*	*-6,6%*
growth (%)	*15,2%*	*15,1%*	*15,2%*	*6,5%*	*18,8%*	*15,2%*			
Net profit	1.116	1.331	1.535	1.001	1.243	1.435	*-10,3%*	*-6,6%*	*-6,5%*
growth (%)	*10,7%*	*19,2%*	*15,3%*	*-0,7%*	*24,3%*	*15,4%*			

Source: Company, SSI Research

Table 4. Forecast Changes (HEAL)

	Before			Revision			Percentage		
	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F
Revenue	5.858	6.412	7.020	5.728	6.270	6.865	*-2,2%*	*-2,2%*	*-2,2%*
growth (%)	*19,5%*	*9,5%*	*9,5%*	*16,8%*	*9,5%*	*9,5%*			
EBIT	1.072	1.173	1.395	988	1.080	1.245	*-7,9%*	*-7,9%*	*-10,8%*
growth (%)	*107,7%*	*9,4%*	*18,9%*	*107,6%*	*9,4%*	*18,9%*			
Net profit	638	729	895	582	669	796	*-8,7%*	*-8,2%*	*-11,1%*
growth (%)	*112,5%*	*14,3%*	*22,8%*	*95,0%*	*14,9%*	*19,0%*			

Source: Company, SSI Research

Research Team			
Prasetya Gunadi	Head of Equity Research, Strategy, Banking, Digital Banks	prasetya.gunadi@samuel.co.id	+6221 2854 8320
Lionel Priyadi	Macro Equity Strategist	lionel.priyadi@samuel.co.id	+6221 2854 8854
Muhamad Alfatih, CSA, CTA, CFTe	Senior Technical Analyst	m.alfatih@samuel.co.id	+6221 2854 8129
William Mamudi, CFTe, CMT, CCT	Senior Technical Analyst	william.mamudi@samuel.co.id	+6221 2854 8382
Yosua Zisokhi	Cement , Cigarette, Paper, Plantation,Telco Infra, Chemicals	yosua.zisokhi@samuel.co.id	+6221 2854 8387
M. Farras Farhan	Media, Poultry, Oil & Gas, Technology	farras.farhan@samuel.co.id	+6221 2854 8346
Pebe Peresia	Automotive, Consumer Staples, Retail	pebe.peresia@samuel.co.id	+6221 2854 8339
Juan Oktavianus Harahap	Coal, Metal Mining	juan.oktavianus@samuel.co.id	+6221 2854 8846
Jonathan Guyadi	Banking, Healthcare, Telco	jonathan.guyadi@samuel.co.id	+6221 2854 8321
Adolf Richardo	Editor	adolf.richardo@samuel.co.id	+6221 2864 8397
Ashalia Fitri Yuliana	Research Associate	ashalia.fitri@samuel.co.id	+6221 2854 8389
Daniel Aditya Widjaja	Research Associate	daniel.aditya@samuel.co.id	+6221 2854 8322
Laurencia Hiemas	Research Associate	laurencia.hiemas@samuel.co.id	+6221 2854 8392
Brandon Boedhiman	Research Associate	brandon.boedhiman@samuel.co.id	+6221 2854 8392

Equity Institutional Team			
Benny Bambang Soebagjo	Head of Institutional Equity Sales	benny.soebagjo@samuel.co.id	+6221 2854 8312
Ronny Ardianto	Institutional Equity Sales	ronny.ardianto@samuel.co.id	+6221 2854 8399
Anthony Yunus	Institutional Equity Sales	anthony.yunus@samuel.co.id	+6221 2854 8314
Widya Meidrianto	Institutional Equity Sales	widya.meidrianto@samuel.co.id	+6221 2854 8317
Fachruly Fiater	Institutional Sales Trader	fachruly.fiater@samuel.co.id	+6221 2854 8325
Lucia Irawati	Institutional Sales Trader	lucia.irawati@samuel.co.id	+6221 2854 8173
Alexander Tayus	Institutional Equity Dealer	alexander.tayus@samuel.co.id	+6221 2854 8319
Leonardo Christian	Institutional Equity Dealer	leonardo.christian@samuel.co.id	+6221 2854 8147

Equity Retail Team			
Joseph Soegandhi	Head of Equity	joseph.soegandhi@samuel.co.id	+6221 2854 8872
Damargumilang	Head of Equity Retail	damargumilang@samuel.co.id	+6221 2854 8309
Clarice Wijana	Head of Equity Sales Support	clarice.wijana@samuel.co.id	+6221 2854 8395
Gitta Wahyu Retnani	Equity Sales & Trainer	gitta.wahyu@samuel.co.id	+6221 2854 8365
Vincentius Darren	Equity Sales	darren@samuel.co.id	+6221 2854 8348
Michael Alexander	Equity Sales	michael.alexander@samuel.co.id	+6221 2854 8369
Sylviawati	Equity Sales	sylviawati@samuel.co.id	+6221 2854 8112
Wandha Ahmad	Equity Sales	wandha.ahmad@samuel.co.id	+6221 2854 8316
Handa Sandiawan	Equity Sales	handa.sandiawan@samuel.co.id	+6221 2854 8302
Denzel Obaja	Equity Sales	denzel.obaja@samuel.co.id	+6221 2854 8342
Wahyudi Budiyono	Dealer	wahyudi.budiyono@samuel.co.id	+6221 2854 8152

Fixed Income Sales Team			
R. Virine Tresna Sundari	Head of Fixed Income	virine.sundari@samuel.co.id	+6221 2854 8170
Rudianto Nugroho	Fixed Income Sales	rudianto.nugroho@samuel.co.id	+6221 2854 8306
Sany Rizal Keliobas	Fixed Income Sales	sany.rizal@samuel.co.id	+6221 2854 8337
Safitri	Fixed Income Sales	safitri@samuel.co.id	+6221 2854 8376
Khairanni	Fixed Income Sales	khairanni@samuel.co.id	+6221 28548104
Saldy Achmad Yanuar	Fixed Income Sales	saldy.achmad@samuel.co.id	+6221 28548384
Nadya Attahira	Fixed Income Sales	nadya.attahira@samuel.co.id	+6221 2854 8305