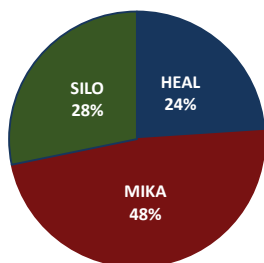


Neutral

Stock Recommendation

Ticker	Rating	Price (IDR)	TP (IDR)	Upside (%)
HEAL	BUY	1.405	1.650	17,4
MIKA	HOLD	2.860	2.900	1,4
SILO	BUY	1.960	2.200	12,2

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

Slightly Dampen

Kinerja 2Q23. Ketiga emiten kesehatan dalam coverage kami cukup membukukan pendapatan gabungan sebesar IDR 4.9tn di 2Q23 (-0.9% QoQ; +16.3% YoY); meskipun terjadi penurunan lalu lintas pasien, tidak terjadi penurunan signifikan dalam angka pendapatan, didukung oleh kenaikan ASP (berkat penyesuaian ASP dan kenaikan tarif INACBG di 1Q23). Dari sisi operasional, jumlah pasien rawat jalan tercatat sebesar 3.3 juta di 2Q23 (-6.4% QoQ; +16.8% YoY; +29.7% vs. 2Q19) karena efek musiman di 2Q (Idul Fitri, liburan sekolah) sementara jumlah pasien rawat inap tercatat sebesar 284 ribu (+1.4% QoQ; +21.8% YoY; +41.8% vs. 2Q19). Pendapatan per kunjungan rawat jalan tercatat sebesar IDR 677 ribu (+1.9% QoQ; -21.5% YoY; +15.5% vs. 2Q19), sementara pendapatan per hari rawat inap tercatat sebesar IDR 4.02 juta (-0.8% QoQ; -3.7% YoY; +16.8% vs 2Q19). Secara keseluruhan, pendapatan 1H23 ketiga emiten tersebut sejalan dengan proyeksi kami dan konsensus (MIKA: SSI 46.1%, Konsensus: 46.4%, SILO: SSI: 49.1%, Konsensus: 49.4%, HEAL: SSI 47.0%, Konsensus: 46.4%) . Terkait margin, margin MIKA dan HEAL di 2Q23 lebih rendah dari proyeksi keduanya, akibat perubahan di case mix dan naiknya kontribusi dari pasien BPJS; Margin EBITDA MIKA mencapai 35.4% pada 2Q23 (1Q23: 36%; 2Q22: 40.7%; proyeksi: 36-38%) karena peningkatan trafik pasien hemodialisis pada 1H23 (hemodialisis memiliki *ticket size* ~25% dari pendapatan per hari rawat inap MIKA), sementara margin EBITDA HEAL mencapai ~26 pada 2Q23 (proyeksi: ~28-30%) karena peningkatan kontribusi dari BPJS (~59% dari total pendapatan, 2Q22: ~50%). Sementara itu, margin EBITDA SILO lebih tinggi dari proyeksi perusahaan, yaitu mencapai ~29.7% di 2Q23 (2Q22: 29.5%; panduan: 25%), didukung oleh naiknya jumlah kasus kompleks dalam case mix-nya (6 'craft group' teratasnya mencatatkan pertumbuhan volume dan ARPD yang positif). Terkait laba bersih, ketiga emiten tersebut membukukan laba bersih gabungan sebesar IDR 569.7 miliar (-3.3% QoQ; +22.8% YoY). Kinerja laba bersih MIKA relatif sejalan dengan estimasi kami (SSI: 45.3%, Konsensus: 42.7%), sedangkan kinerja HEAL lebih rendah dari ekspektasi (SSI: 34.8%, Konsensus: 40.2%), dan SILO berhasil melampaui proyeksi (SSI: 58.8%, Konsensus: 54.0%). Melihat kinerja 2Q23 keduanya, kami merevisi proyeksi laba bersih full-year kami untuk HEAL dan SILO sebesar -20.6%/+22.4%

Proyeksi 2H. Kami yakin tren downtrading yang terjadi di paruh pertama tahun ini akan bertahan di paruh kedua, dan kami meyakini tidak akan ada perubahan drastis dalam tren base case. Karenanya, kami percaya bahwa kinerja margin EBITDA ketiga emiten tersebut di 2H23 akan relatif sama dengan 1H23. Untuk diketahui, HEAL dan MIKA memiliki pandangan yang relatif konservatif terhadap kinerja FY23F mereka. MIKA memperkirakan pertumbuhan topline-nya akan mencapai batas bawah proyeksinya (proyeksi +8-10%), sementara HEAL memperkirakan akan mencetak pendapatan sebesar ~IDR 5.7tn (proyeksi: IDR 5.7tn-5.9tn). Perlu dicatat bahwa setelah kebakaran di rumah sakit HEAL di Depok (yang menyumbang ~6% dari total pendapatannya), HEAL merevisi proyeksi margin EBITDA untuk 2023F menjadi 26-28% (sebelumnya: 28-30%) karena kemungkinan lonjakan opex (saat ini RS HEAL di Depok mendapatkan suplai makanan dari RS HEAL lainnya). Mengenai skema CoB, kontribusinya terhadap top line ketiga emiten tersebut saat ini relatif minim; MIKA dan HEAL melaporkan bahwa CoB hanya menyumbang ~3% dari top line mereka, dan keduanya menargetkan untuk meningkatkan kontribusi hingga ~5-7% dari top line 2023F mereka. Namun, perlu dicatat bahwa CoB menawarkan margin yang lebih baik daripada pasien BPJS biasa (~25%). Sehubungan dengan UU Kesehatan yang baru, kami yakin UU tersebut akan menguntungkan industri kesehatan dalam jangka panjang; namun, para pemain rumah sakit dalam coverage kami cenderung mengambil sikap netral sembari menunggu informasi lebih lanjut mengenai peraturan tersebut.

Netral. Kami me-roll over valuasi kami ke 2024F, dan urutan pilihan kami untuk sektor kesehatan adalah HEAL (TP: IDR 1,650/saham) > SILO (TP: IDR 2,200/saham) > MIKA (TP: IDR 2,900/saham). Kami percaya bahwa skema CoB yang baru akan menguntungkan mereka yang memiliki jumlah pasien JKN yang lebih besar, karena mereka akan memiliki lebih banyak fleksibilitas untuk menyesuaikan ASP mereka dalam jangka panjang. Selain itu, mengingat kemungkinan situasi ekonomi yang sulit di sisa tahun 2023 (perkiraan inflasi 2023F: ~4%; rata-rata 5 tahun: ~3%), kami memperkirakan bahwa *traffic* pasien JKN akan tumbuh positif. Terakhir, kami percaya bahwa potensi peningkatan jumlah dokter dengan UU Kesehatan yang baru (khususnya di daerah tingkat kedua dan ketiga) akan meningkatkan laju penetrasi HEAL. Keuntungan: (1) Lalu lintas pasien yang lebih baik dari perkiraan, (2) pendapatan base case yang lebih baik. 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	BUY	1,405	1,650	17.4	6.2	5.4	16.6	13.9	579	748	54.7	31.1	7.3	8.7
MIKA	HOLD	2,860	2,900	1.4	6.9	6.0	25.0	20.8	1,001	1,243	-0.7	24.3	17.5	19.3
SILO	BUY	1,960	2,200	12.2	3.7	3.3	9.7	8.6	1,048	1,192	22.9	13.6	14.2	14.6
Sector					5.6	4.9	17.1	14.4	2,627	3,183	25.6	23.0	13.0	14.2

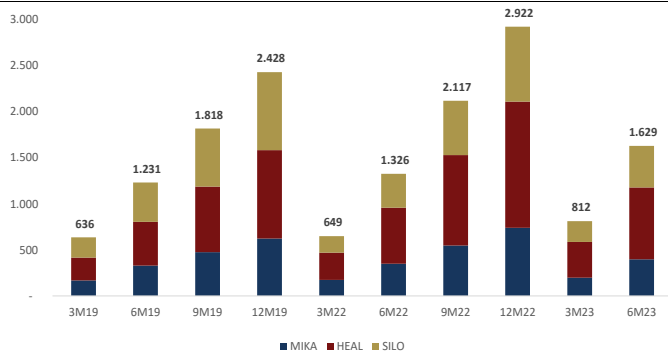
Source: SSI research

Table 2. Regional peers comparison

Company Name	Country	Company Ticker	Market Cap (IDR Tn)	PER (x)		EV/EBITDA (x)		PBV (x)		ROE (%)	
				2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
FORTIS HEALTHCAR	IN	FORH IN	46,3	37,7	31,1	20,2	17,5	3,2	2,9	8,7	9,7
NARAYANA HRUDAYA	IN	NARH IN	38,2	33,5	30,4	19,2	17,6	7,8	6,3	23,9	22,4
ASTER DM HEALTHC	IN	ASTERDM IN	29,3	22,8	17,9	11,3	9,9	3,1	2,6	13,8	15,1
KRISHNA INSTITUT	IN	KIMS IN	27,1	39,2	33,9	22,0	18,9	6,9	5,8	20,5	17,7
HEALTHCARE GLOBA	IN	HCG IN	8,7	56,7	35,3	14,9	12,8	4,9	4,3	8,6	12,3
MAX HEALTHCARE I	IN	MAXHEALT IN	97,6	43,4	36,9	29,1	24,8	5,9	5,1	14,6	14,9
GREENTOWN SERVIC	CN	2869 HK	25,0	15,8	12,9	6,7	5,8	1,6	1,4	10,0	11,7
RAMKHAMHAENG HOS	TH	RAM TB	22,3	29,7	26,6	33,1	29,6	2,5	2,4	8,7	9,4
THONBURI HEALTHC	TH	THG TB	24,5	48,9	45,8	26,7	25,7	5,2	4,9	10,0	9,7
BANGKOK CHAIN HO	TH	BCH TB	19,8	29,7	25,6	14,9	13,7	3,4	3,2	11,4	12,4
CHULARAT HOSPITA	TH	CHG TB	13,6	27,4	24,1	15,8	14,4	4,0	3,7	15,6	16,3
VIBHAVADI MED	TH	VIBHA TB	14,2	34,0	34,0	20,5	18,9	2,1	2,0	5,5	5,7
PRARAM 9 HOSPITA	TH	PR9 TB	6,3	24,6	22,2	13,1	12,0	2,8	2,6	11,6	12,0
RAJTHANEE HOSPIT	TH	RJH TB	3,6	19,6	19,8	12,3	12,3	3,5	3,4	18,0	17,4
LADPRAO GENERAL	TH	LPH TB	16,7	23,0	20,5	11,0	10,3	2,1	2,0	9,7	10,3
RATCHAPHRUEK HOS	TH	RPH TB	27,7	20,0	19,4	11,0	10,7	2,3	2,2	11,9	11,7
KPJ HEALTHCARE	MY	KPJ MK	42,9	41,2	35,5	26,4	22,5	7,2	6,4	18,3	19,7
RAFFLES MEDICAL	SG	RFMD SP	21,5	38,6	29,0	14,7	11,8	5,3	4,3	14,6	16,3
Adjusted Average				34.4	29.5	20.1	17.7	4.6	4.0	13.8	14.2

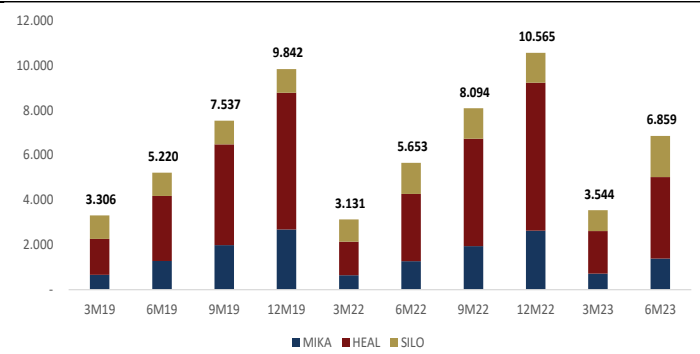
Source: Bloomberg, SSI research

Figure 1. Inpatient days ('000)



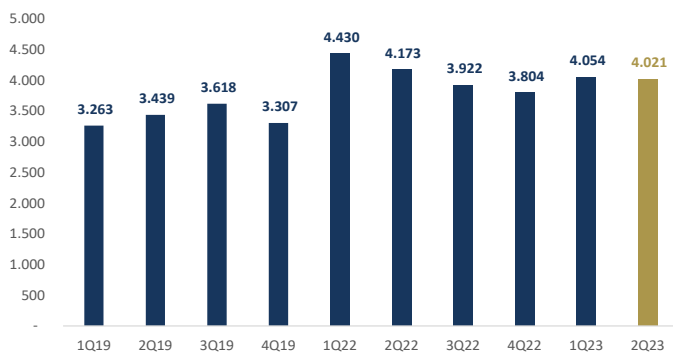
Source: Companies, SSI research

Figure 2. Outpatient visits ('000)



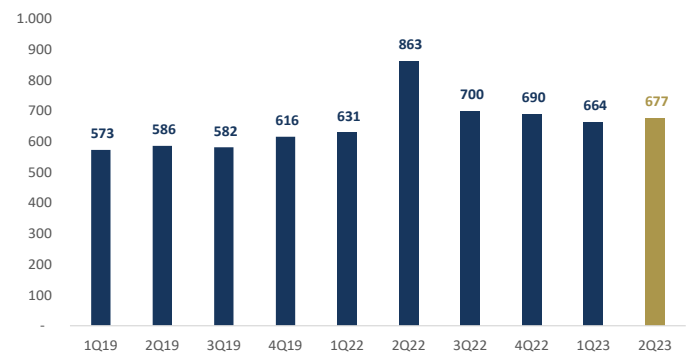
Source: Companies, SSI research

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



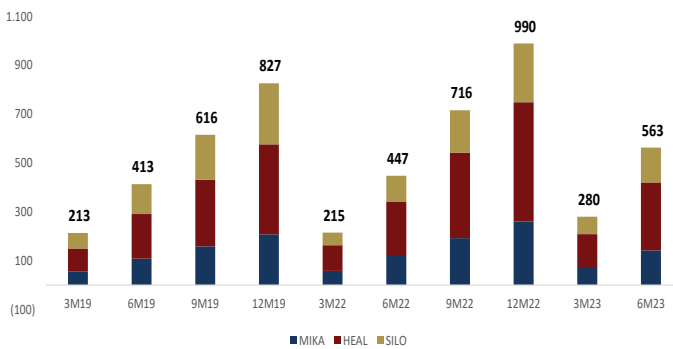
Source: Companies, SSI research

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



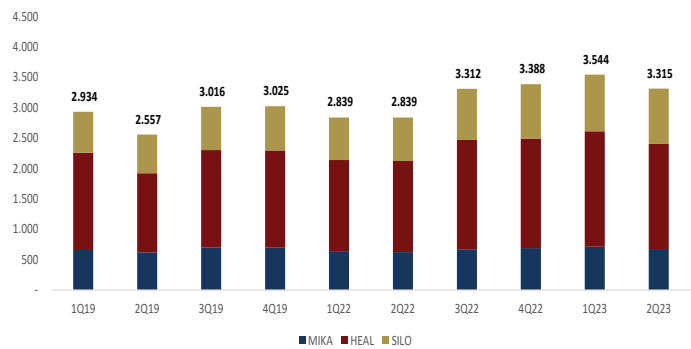
Source: Companies, SSI research

Figure 5. Inpatient admission (in thousands)



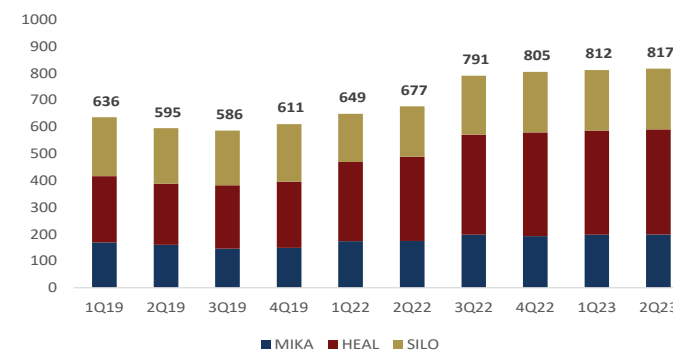
Source: Companies, SSI research

Figure 6. Quarterly outpatient visits (in thousands)



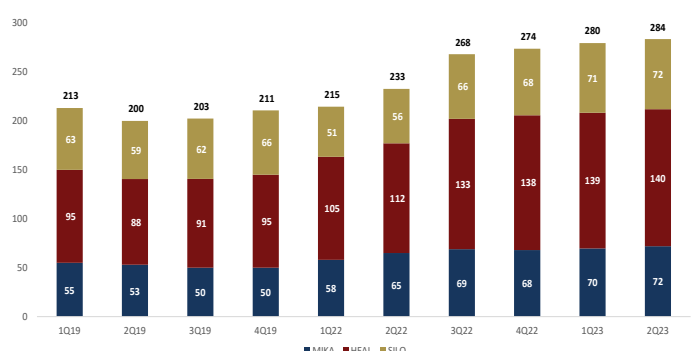
Source: Companies, SSI research

Figure 7. Quarterly inpatient days (in thousands)



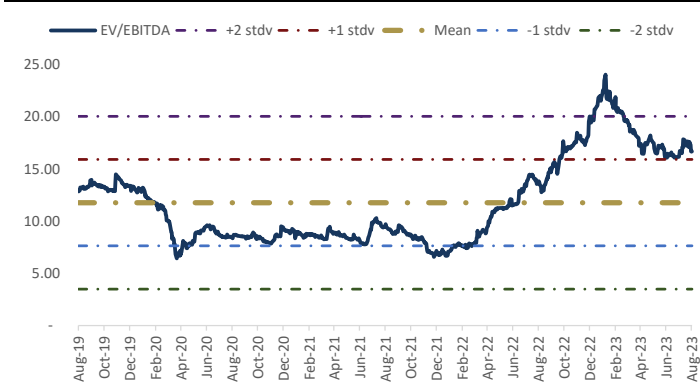
Source: Companies, SSI research

Figure 8. Quarterly inpatient admission (in thousands)



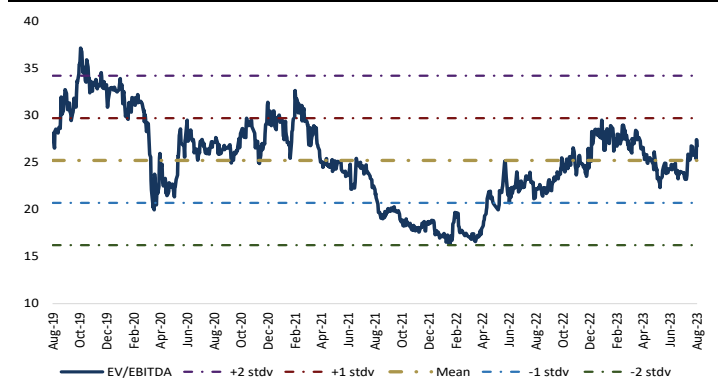
Source: Companies, SSI research

Figure 9. HEAL's EV/EBITDA



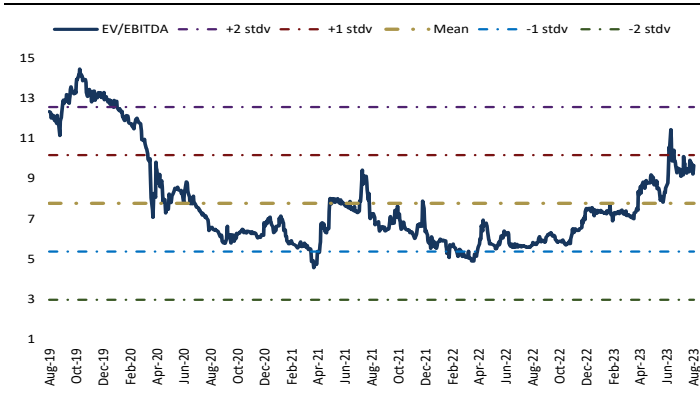
Source: Bloomberg, Company, SSI research

Figure 10. MIKA's EV/EBITDA



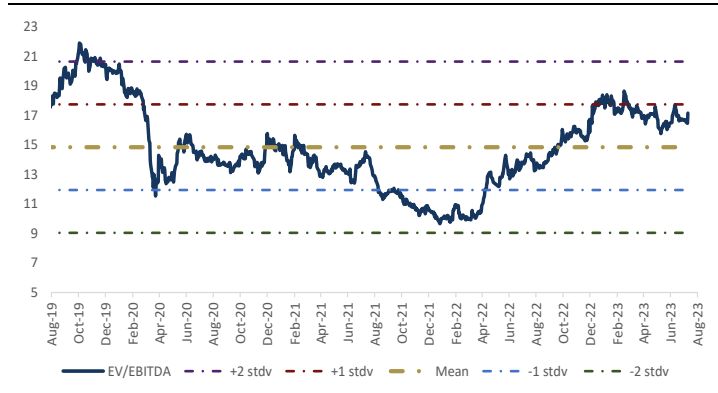
Source: Bloomberg, Company, SSI research

Figure 11. SILO's EV/EBITDA



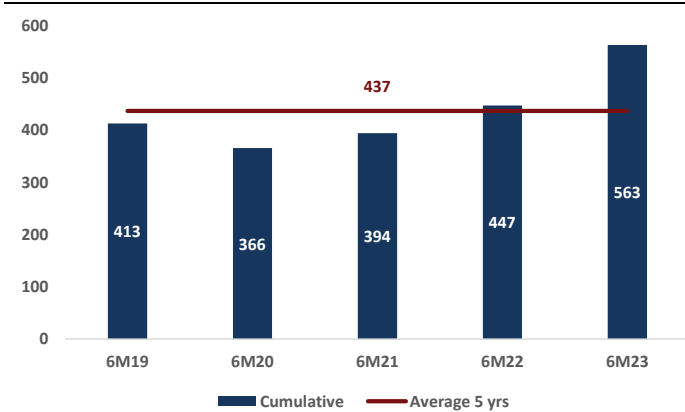
Source: Bloomberg, Company, SSI research

Figure 12. Healthcare EV/EBITDA



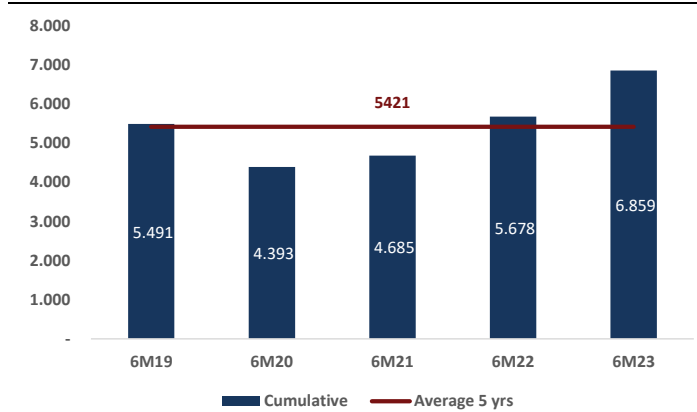
Source: Bloomberg, Company, SSI research

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 (SILO)

	Before			Revision			Percentage		
	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F
Revenue	10.758	11.864	13.084	10.912	12.206	13.653	1,4%	2,9%	4,3%
growth (%)	13,0%	10,3%	10,3%	14,6%	11,9%	11,9%			
EBIT	1.437	1.610	1.805	1.710	1.923	2.173	19,0%	19,4%	20,4%
growth (%)	20,9%	12,1%	12,1%	43,9%	12,5%	13,0%			
Net profit	856	972	1.101	1.048	1.192	1.360	22,4%	22,6%	23,5%
growth (%)	22,9%	13,6%	13,3%	50,4%	13,8%	14,1%			

Source: Company, SSI Research

Table 4. Forecast Changes (HEAL)

	Before			Revision			Percentage		
	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F
Revenue	5.728	6.270	6.865	5.728	6.270	6.865	0,0%	0,0%	0,0%
growth (%)	16,8%	9,5%	9,5%	16,8%	9,5%	9,5%			
EBIT	988	1.080	1.245	799	986	1.094	-19,2%	-8,7%	-12,1%
growth (%)	107,6%	9,4%	18,9%	54,7%	23,5%	10,9%			
Net profit	582	669	796	462	606	694	-20,6%	-9,5%	-12,8%
growth (%)	95,0%	14,3%	23,8%	54,7%	31,1%	14,6%			

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 Budiyo	Dealer	wahyudi.budiyo@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

DISCLAIMERS :Analyst Certification : The views expressed in this research accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject securities or issuers and no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be directly or indirectly related to the inclusion of specific recommendations or views in this research. The analyst(s) principally responsible for the preparation of this research has taken reasonable care to achieve and maintain independence and objectivity in making any recommendations. This document is for information only and for the use of the recipient. It is not to be reproduced or copied or made available to others. Under no circumstances is it to be considered as an offer to sell or solicitation to buy any security. Any recommendation contained in this report may not be suitable for all investors. Moreover, although the information contained herein has been obtained from sources believed to be reliable, its accuracy, completeness and reliability cannot be guaranteed. All rights reserved by PT Samuel Sekuritas Indonesia.