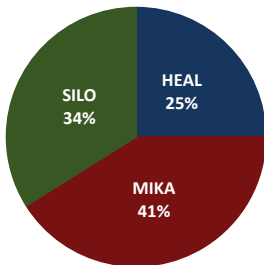


Neutral

Stock Recommendation

Ticker	Rating	Price (IDR)	TP (IDR)	Upside (%)
HEAL	BUY	1.535	1.800	17,3
MIKA	HOLD	2.670	2.700	1,1
SILO	BUY	2.410	2.900	20,3

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

Healthcare 3Q23 Round-Up

Kinerja 3Q23. Tiga emiten kesehatan dalam coverage kami membukukan pendapatan (gabungan) sebesar IDR 5.6 triliun di 3Q23 (+12.5% QoQ; +17.3% YoY), didukung oleh kenaikan trafik pasien (jumlah pasien rawat inap dan pasien rawat jalan meningkat menjadi 320 ribu (+12.8% QoQ; +19.3 % YoY) dan 3.8 juta (+15.9% QoQ; +16.0% YoY) di 3Q23, salah satunya disebabkan oleh jumlah hari produktif yang lebih banyak). Namun, pendapatan rata-rata per kunjungan rawat jalan turun menjadi IDR 654 ribu (-3.5% QoQ; -6.7% YoY), terutama karena sebagian besar pasien rawat jalan tersebut adalah pasien penyakit pernapasan, khususnya di Jakarta akibat krisis polusi udara baru-baru ini; ticket size penyakit pernafasan tergolong rendah). Sementara itu, pendapatan rata-rata per hari rawat inap naik menjadi IDR 4.2 juta (+3.9% QoQ; +6.5% YoY), didukung kenaikan intensitas kasus yang diterima perusahaan-perusahaan tersebut, sehingga margin EBITDA kumulatif naik menjadi 28.7% di 3Q23 (2Q23: 26.7%; 3Q22: 25.7%). Secara keseluruhan, pendapatan 9M23 ketiga perusahaan sejalan dengan estimasi kami dan konsensus (MIKA: SSI: 71.0%, Cons: 72.4%; SILO: SSI: 75.6%, Cons: 74.5%; HEAL: SSI 73.8%, Cons: 74.2%). Dari sisi margin, ketiga perusahaan membukukan pertumbuhan margin EBITDA dengan rata-rata ~200 bps QoQ di 3Q23 (+300 bps YoY), didukung oleh beberapa faktor: 1) kenaikan volume pasien, 2) normalisasi biaya (HEAL), 3) kompleksitas kasus yang lebih tinggi (terutama SILO; departemen klinis kasus kompleks SILO (CONGO) mencatat pertumbuhan volume pasien dan ARPD sebesar +12.6% QoQ dan ~+6-13% QoQ di 3Q23). Terkait bottom line, ketiga perusahaan tersebut membukukan laba bersih (gabungan) sebesar IDR 735.04 miliar (+29.0% QoQ; +37.5% YoY). Laba bersih 3Q23 MIKA relatif sesuai dengan estimasi kami (68.5%) dan konsensus (67.7%), begitu pula dengan HEAL (SSI: 75.5%, Cons: 76.4%), sementara SILO berhasil melampaui proyeksi (SSI: 75.6%, Cons: 74.5%).

Perubahan guidance. Mengingat kompleksitas kasus pada 4Q23 diperkirakan masih sama dengan kuartal sebelumnya, MIKA memutuskan untuk merevisi guidance pertumbuhan pendapatan full-yearnya menjadi 4.5-6% YoY (sebelumnya: +8-10% YoY) dan panduan margin EBITDA menjadi 35-36% (sebelumnya: 36-37%) karena perusahaan memperkirakan akan ada kenaikan biaya operasional di 4Q23 karena pembukaan rumah sakit barunya (Grand Wisata). Namun, untuk 2024F, perusahaan memproyeksikan pertumbuhan pendapatannya akan normal, mencapai belasan persen (Harga + intensitas: ~+6-8%; Volume: ~6-8%). Sementara itu, kami memperkirakan HEAL dan SILO akan sukses merealisasikan guidancenya [HEAL menargetkan pertumbuhan pendapatan belasan persen (tinggi) pada 2023F, sementara SILO memperkirakan pertumbuhan pendapatan belasan persen (rendah hingga menengah)]. Dari sisi margin, kami memperkirakan margin EBITDA HEAL akan terus berada di ~30% di 4Q, didukung oleh normalisasi biaya, sementara dalam jangka menengah, perusahaan memperkirakan margin EBITDA akan berada di ~32-33% (ada potensi ekspansi EBITDA sebesar ~1% pada 2024F, 2025-2026F: ~1%), sedangkan dari segi volume, perusahaan memperkirakan pertumbuhan dua digit pada tahun 2024F. Untuk SILO, kami memproyeksikan pertumbuhan pendapatannya akan tetap berada di belasan persen pada 2024F, didukung oleh departemen CONGO-nya, dengan margin EBITDA ~30an, didukung oleh intensitas kasus yang lebih tinggi dan efisiensi biaya (biaya operasional 9M23: IDR 120 miliar; target 5 tahun: IDR 840 miliar). Di 4Q23, kami memperkirakan SILO akan mempertahankan margin EBITDA-nya di ~30an, didukung oleh departemen CONGO-nya (terutama Cardio, Onco, dan Neuro).

Netral, Kami mempertahankan opini Netral untuk sektor kesehatan, and urutan top pick kami untuk sektor kesehatan adalah: HEAL (TP: IDR 1,800/saham) > SILO (TP: IDR 2,900/saham) > MIKA (TP: IDR 2,700/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 situasi ekonomi yang sulit yang mungkin berlanjut hingga 2024 (perkiraan inflasi 2023F: ~4%; rata-rata 5 tahun: ~3%), kami memperkirakan bahwa lalu lintas pasien JKN akan tumbuh positif. Terakhir, kami percaya bahwa potensi peningkatan jumlah dokter dengan UU Kesehatan yang baru (khususnya di daerah tingkat 2 dan 3) akan menguntungkan HEAL dan meningkatkan laju penetrasinya di daerah pedesaan. 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	1.535	1.800	17,3	6,7	5,8	13,2	10,6	642	873	71,6	38,0	8,0	9,9
MIKA	HOLD	2.670	2.700	1,1	6,5	5,8	24,8	21,8	924	1.080	-8,3	16,9	16,3	17,2
SILO	BUY	2.410	2.900	20,3	3,9	3,5	12,5	10,8	1.250	1.496	79,4	19,7	16,8	17,7
Sector					5,7	5,0	17,8	15,3	964	1169	41,4	23,1	14,4	15,5

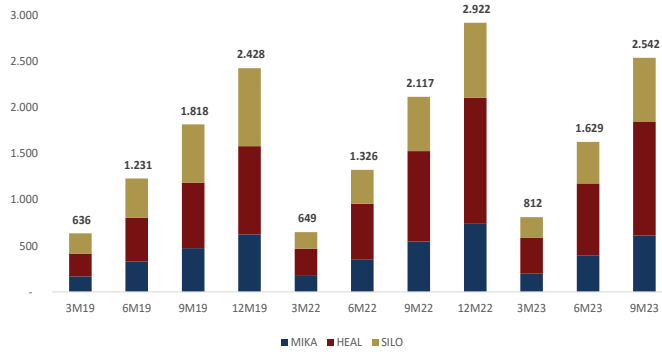
Source: SSI research

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	48.0	40.3	31.6	20.5	17.2	3.2	2.9	8.4	9.8
NARAYANA HRUDAYA	IN	NARH IN	41.2	33.5	30.4	20.7	18.3	8.1	6.5	26.6	24.0
ASTER DM HEALTHC	IN	ASTERDM IN	31.7	30.0	21.6	12.2	10.6	3.4	2.9	11.5	14.1
KRISHNA INSTITUT	IN	KIMS IN	28.4	41.2	34.3	22.3	18.4	7.4	5.9	18.6	18.4
HEALTHCARE GLOBA	IN	HCG IN	9.6	68.8	42.8	16.9	14.1	5.4	4.8	8.0	11.5
MAX HEALTHCARE I	IN	MAXHEALT IN	109.5	47.8	39.9	31.2	26.7	6.4	5.5	14.6	14.7
GREENTOWN SERVIC	CN	2869 HK	20.9	13.4	10.8	6.1	5.1	1.3	1.2	10.0	11.5
RAMKHAMHAENG HOS	TH	RAM TB	21.8	28.8	25.9	32.3	28.9	2.5	2.4	8.7	9.4
THONBURI HEALTHC	TH	THG TB	22.8	46.8	41.9	24.4	22.7	4.9	4.6	10.1	10.7
BANGKOK CHAIN HO	TH	BCH TB	22.4	36.0	29.0	17.2	15.9	3.8	3.5	10.8	12.2
CHULARAT HOSPITA	TH	CHG TB	15.7	32.7	28.4	20.1	17.9	4.6	4.3	14.4	15.5
VIBHAVADI MED	TH	VIBHA TB	11.5	27.6	27.6	17.7	16.3	1.7	1.6	5.5	5.7
PRARAM 9 HOSPITA	TH	PR9 TB	5.3	22.4	18.9	11.5	10.3	2.4	2.2	10.9	11.4
RAJTHANEE HOSPIT	TH	RJH TB	3.5	19.2	18.1	12.4	11.5	3.3	3.2	18.3	17.9
LADPRAO GENERAL	TH	LPH TB	18.7	26.1	23.7	11.7	11.0	2.5	2.2	9.4	9.9
RATCHAPHRUEK HOS	TH	RPH TB	22.0	18.2	18.5	9.6	9.7	1.8	1.8	10.2	9.6
KPJ HEALTHCARE	MY	KPJ MK	48.0	40.3	31.6	20.5	17.2	3.2	2.9	8.4	9.8
RAFFLES MEDICAL	SG	RFMD SP	41.2	33.5	30.4	20.7	18.3	8.1	6.5	26.6	24.0
		Adjusted Average		37.1	31.0	20.8	18.1	4.8	4.2	13.6	14.2

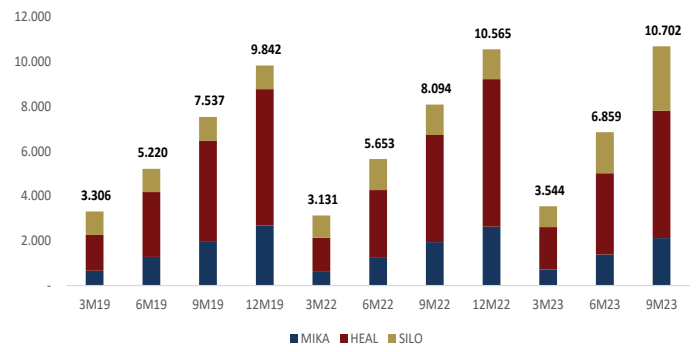
Source: Bloomberg, SSI research

Figure 1. Inpatient days ('000)



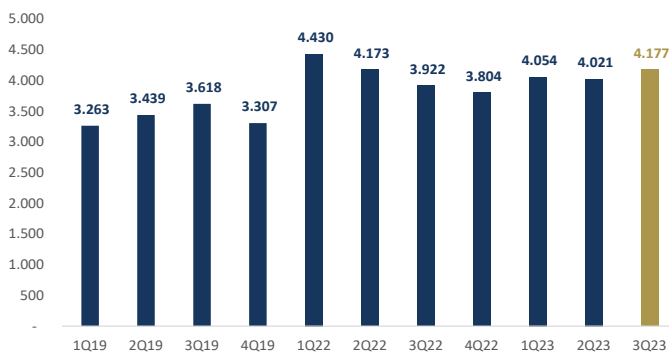
Source: Companies, SSI research

Figure 2. Outpatient visits ('000)



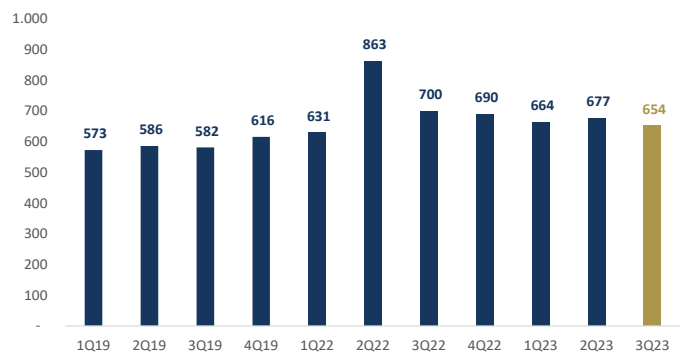
Source: Companies, SSI research

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



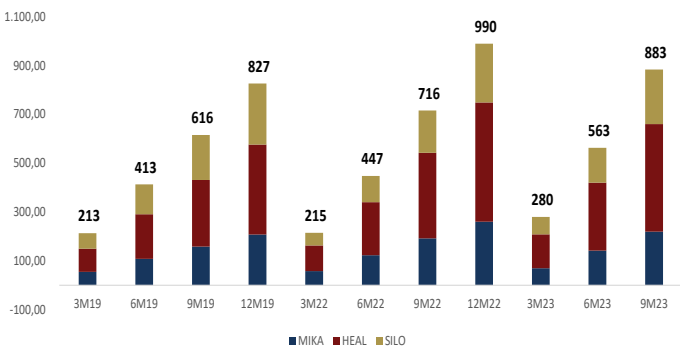
Source: Companies, SSI research

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



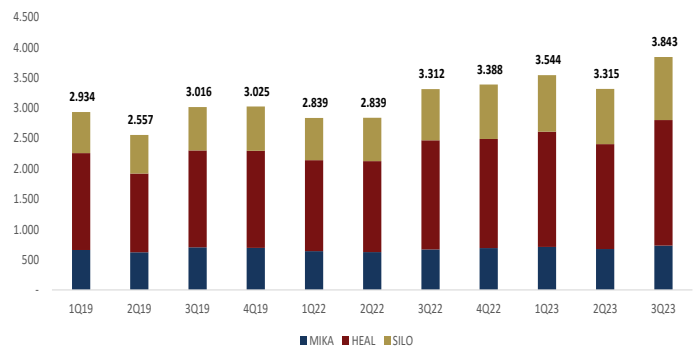
Source: Companies, SSI research

Figure 5. Inpatient admission (in thousands)



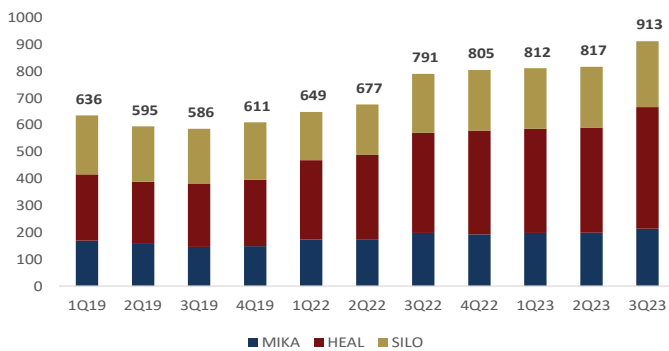
Source: Companies, SSI research

Figure 6. Quarterly outpatient visits (in thousands)



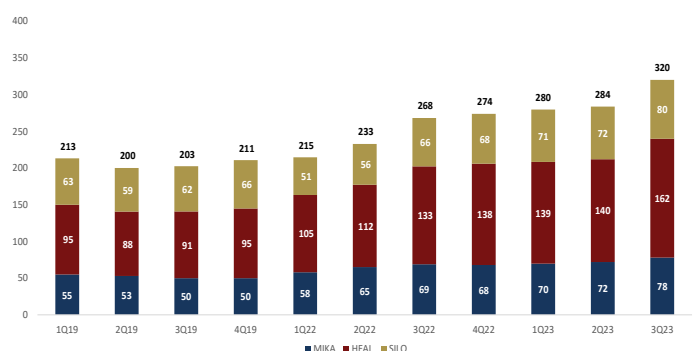
Source: Companies, SSI research

Figure 7. Quarterly inpatient days (in thousands)



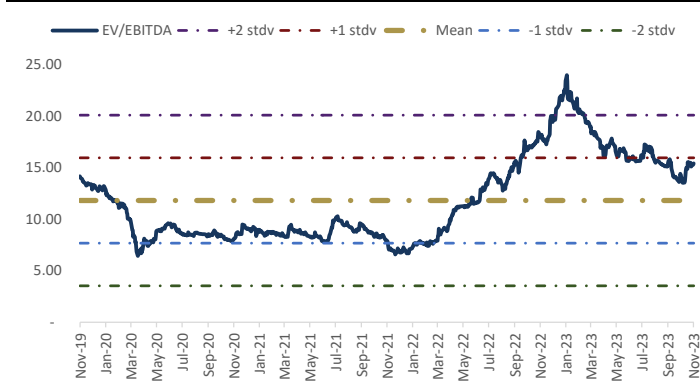
Source: Companies, SSI research

Figure 8. Quarterly inpatient admission (in thousands)



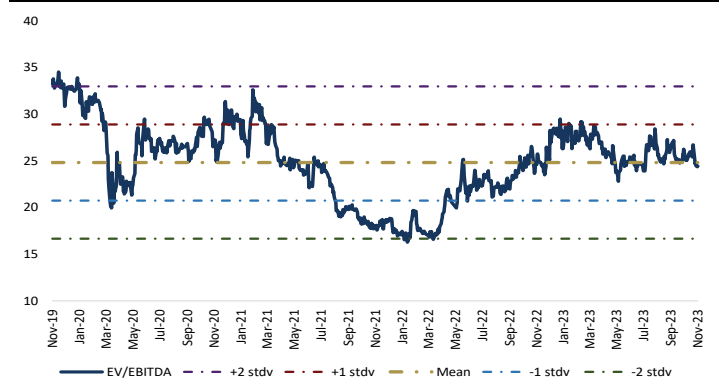
Source: Companies, SSI research

Figure 9. HEAL's EV/EBITDA



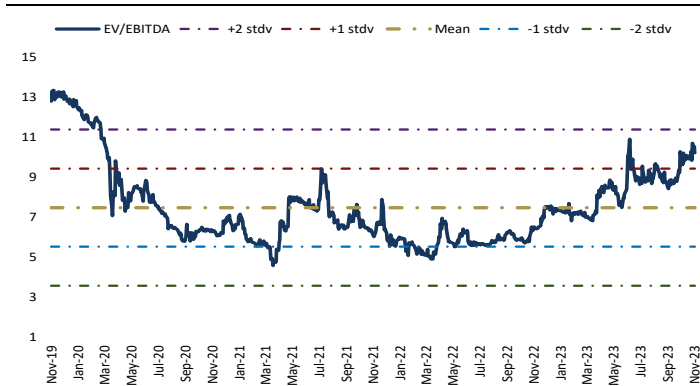
Source: Bloomberg, Company, SSI research

Figure 10. MIKA's EV/EBITDA



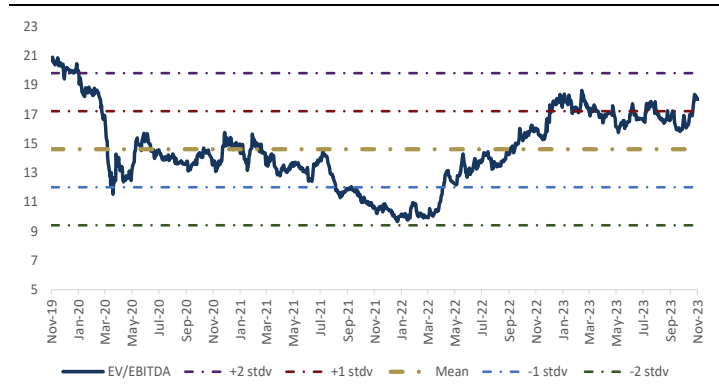
Source: Bloomberg, Company, SSI research

Figure 11. SILO's EV/EBITDA



Source: Bloomberg, Company, SSI research

Figure 12. Healthcare EV/EBITDA



Source: Bloomberg, Company, SSI research

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
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	adolfo.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
Haikal Putra Samsul	Research Associate	haikal.putra@samuel.co.id	+6221 2854 8353

Equity Institutional Team			
Widya Meidrianto	Head of Institutional Equity Sales	widya.meidrianto@samuel.co.id	+6221 2854 8317
Ronny Ardianto	Institutional Equity Sales	ronny.ardianto@samuel.co.id	+6221 2854 8399
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	Director of Equity	joseph.soegandhi@samuel.co.id	+6221 2854 8872
Damargumilang	Head of Equity Retail	damargumilang@samuel.co.id	+6221 2854 8309
Anthony Yunus	Head of Equity Sales	anthony.yunus@samuel.co.id	+6221 2854 8314
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.