

HOLD (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 40.00

Downside : 3.6%

(From: Bt 35.00)

17 AUGUST 2022

Small Cap Research

Rajthanee Hospital Pcl. (RJH TB)

เต็มมูลค่า

RJH มีผลการดำเนินงาน 2Q22 ดีกว่าที่คาด และเราปรับเพิ่มกำไรขึ้น 15/6/7% ในปี 2022-24F เพื่อสะท้อนการควบคุมต้นทุนที่ดี อย่างไรก็ตาม การซื้อขายที่ PE ที่ 26.8 เท่า ในปี 2023F เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีก่อนช่วงโควิดที่ 25.2 เท่า เรามองว่า RJH เต็มมูลค่าแล้ว และคงคำแนะนำ "ถือ"

SIRIPORN ARUNOTHAI

662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

คงคำแนะนำ "ถือ"

บทวิเคราะห์นี้รวมความเห็นในเรื่อง ESG ของเรา RJH รายงานผลการดำเนินงาน 2Q22 แข็งแกร่งที่ 422 ลบ. เพิ่มขึ้น 206% y-y แต่ลดลง 11% q-q ผลการดำเนินงานดีกว่าที่เราคาดไว้ เนื่องจากอัตรากำไรขึ้นต้นดีกว่าที่คาด ซึ่งเป็นผลมาจากการควบคุมต้นทุนที่ดี ซึ่งทำให้เราประมาณการกำไรขึ้น 15/6/7% ในปี 2022-24F นอกจากนี้เรายังปรับมาใช้ฐาน 2023F และเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 40 บาท/หุ้น (จาก 35 บาท) อย่างไรก็ตาม เรายังคงคำแนะนำ "ถือ" โดยมองว่าหุ้นเต็มมูลค่าที่ 26.8 เท่า PE ในปี 2023F เทียบกับค่าเฉลี่ยก่อนเกิดโควิด (ปี 2015-19) ที่ 25.2 เท่า

ยังได้ส่วนแบ่งตลาดในกลุ่มประกันสังคมเพิ่ม

โครงการประกันสังคม (SSS) คิดเป็น 41% ของรายได้ของ RJH ในปี 2019 เนื่องจากแบรนด์ "ราชธานี" ที่แข็งแกร่งในจังหวัดอยุธยา และมีบริการที่มีคุณภาพ โดยส่วนแบ่งตลาดในกลุ่มประกันสังคมของ RJH ในอยุธยาเพิ่มขึ้นเป็น 56% ใน 1H22 จาก 50% ในปี 2019 เราคาดว่าผู้ประกันตนภายใต้ประกันสังคมจะเพิ่มขึ้นเป็น 212/221/243 พันคน ในปี 2022-24F เทียบกับ 200 พันคน ในปี 2021 และด้วยการรักษาโรคที่มีความซับซ้อนมากขึ้น เราจึงคาดว่ารายได้จากผู้ป่วยประกันสังคมจะเติบโต 8/ 6/10% ในปี 2022-24F

ผู้ป่วยเงินสดฟื้นตัว

ผู้ป่วยเงินสดของ RJH เติบโต 6/11% y-y ใน 1Q-2Q22 ในขณะที่การเติบโตของผู้ป่วยเงินสด OPD และ IPD ในเดือนก.ค.2022 อยู่ที่ 3/5% y-y เราคาดว่าผู้ป่วยเงินสดของ RJH จะปรับตัวดีขึ้น y-y ใน 2H22F จากผลกระทบจากฐานที่ต่ำในช่วงเดียวกันของปีที่แล้ว เราคาดว่าผู้ป่วยเงินสดโรคทั่วไปจะเติบโต 7/10/7% ในปี 2022-24F เทียบกับ -11/-3% ในปี 2020-21 RJH ได้ลงนามในสัญญาเพื่อเข้าร่วมในโครงการบริการข้าราชการพลเรือนเพื่อให้การรักษาพยาบาลแก่เจ้าหน้าที่ของรัฐ และครอบครัว เริ่มตั้งแต่เดือนพ.ค. ปีนี้

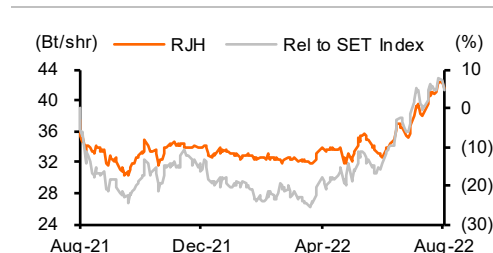
โครงการใหม่

เมื่อเร็วๆ นี้ RJH ได้ประกาศแผนการสร้างโรงพยาบาล Radiation Oncology ในจังหวัดอยุธยา ด้วยเงินลงทุนรวม 210 ลบ. ซึ่งรวมค่าที่ดิน 63 ลบ. โครงการนี้มีกำหนดเปิดตัวในเดือนเมษายน 2023 ก่อนหน้านั้น RJH กำลังสร้างโรงพยาบาลใหม่อีก 2 แห่ง ได้แก่ โรงพยาบาลราชธานีหนองแค 138 เตียง ในจังหวัดสระบุรี (จะเปิดในปี 2024) และโรงพยาบาลขนาด 100 เตียง ในปทุมธานี จังหวัดชลบุรี (กำหนดเปิดให้บริการในปี 2025) โครงการหนองแคอยู่ระหว่างการก่อสร้าง ส่วนปทุมธานี อยู่ระหว่างรอการอนุมัติการประเมินผลกระทบสิ่งแวดล้อม (EIA) โครงการทั้งหมดจะให้บริการแก่ผู้ป่วยเงินสดและผู้ป่วยภายใต้โครงการประกันสังคม ขณะที่โรงพยาบาล Radiation Oncology จะให้บริการแก่ผู้ป่วยภายใต้โครงการประกันประกันสุขภาพแห่งชาติด้วย

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	3,118	3,268	2,154	2,526
Net profit	1,012	1,129	464	503
Consensus NP	—	1,003	454	465
Diff frm cons (%)	—	12.5	2.3	8.2
Norm profit	1,012	1,129	464	503
Prev. Norm profit	—	983	437	469
Chg frm prev (%)	—	14.8	6.2	7.2
Norm EPS (Bt)	3.4	3.8	1.5	1.7
Norm EPS grw (%)	172.6	11.5	(58.9)	8.3
Norm PE (x)	12.3	11.0	26.8	24.8
EV/EBITDA (x)	9.2	8.3	17.7	17.2
P/BV (x)	6.4	5.6	6.0	5.6
Div yield (%)	6.5	7.3	2.8	3.0
ROE (%)	58.6	54.0	21.6	23.5
Net D/E (%)	29.3	25.7	37.8	42.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Aug-22 (Bt)	41.50
Market Cap (US\$ m)	351.5
Listed Shares (m shares)	300.0
Free Float (%)	57.6
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.8
12M Price H/L (Bt)	42.25/30.25
Sector	Health Care
Major Shareholder	Prasithirun family 22.95%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

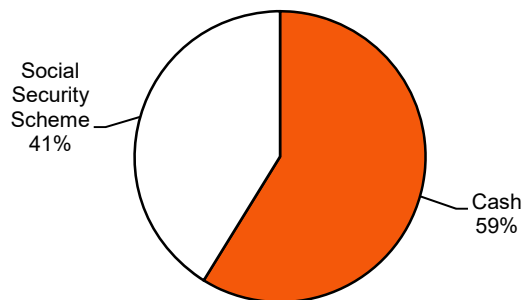
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Gross margin (%)					
- New	32.0	46.0	48.8	34.2	31.0
- Old			43.7	33.1	29.9
- Change (pp)			5.1	1.0	1.1
Normalized profit (Bt m)					
- New	371	1,012	1,129	464	503
- Old			983	437	469
- Change (%)			14.8	6.2	7.2

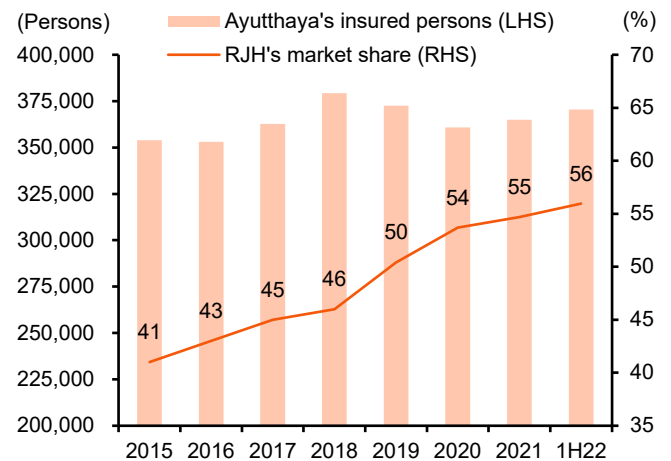
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Revenue Breakdown In 2019



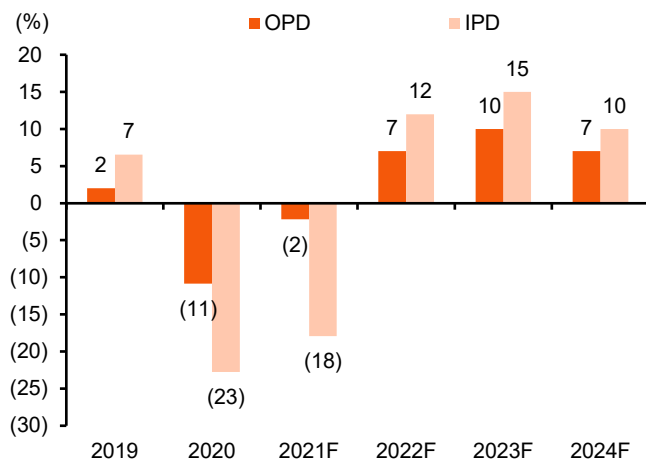
Source: Company data

Ex 3: % RJH's Market Share In SSS Market In Ayutthaya



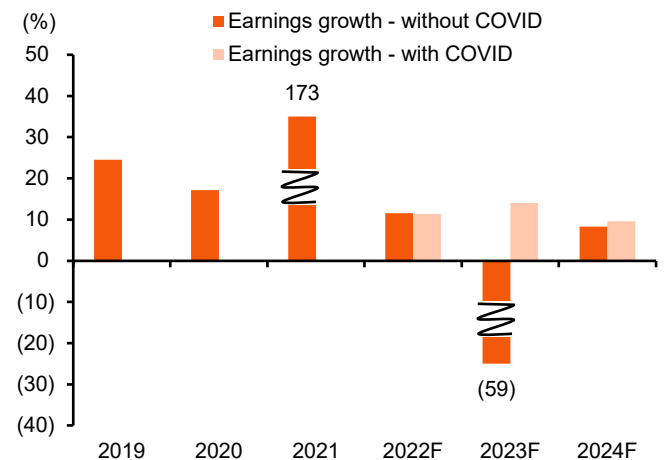
Sources: Company data, SSS

Ex 4: Cash Patient Growth



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Earnings Growth (With And W/O COVID Services)



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	747	778	809	905	984	1,065	1,156	1,249	1,350	1,464	1,601	—
Free cash flow	497	233	608	703	768	827	897	973	1,054	1,142	849	15,933
PV of free cash flow	496	208	497	537	549	553	560	568	553	557	386	7,237
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.6											
WACC (%)	5.8											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	12,701											
Net debt (end-2022F)	577											
Minority interest	18											
Equity value	12,106											
# of shares (m)	300											
Equity value / share (Bt)	40.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 7: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	Market Cap (US\$ m)	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
				22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
Ramsay Healthcare	RHC AU	Australia	11,765	(30.4)	79.9	54.8	30.5	4.2	3.9	13.4	11.0	1.4	2.0
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	6,352	2.9	1.7	8.2	8.1	1.0	0.9	8.5	8.3	3.7	3.7
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	1,398	50.1	20.0	9.4	7.8	1.6	1.4	7.3	6.2	4.2	4.7
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	7,789	(12.5)	10.6	67.0	60.6	11.0	9.6	28.3	27.5	0.2	0.2
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	2,788	(33.1)	30.1	59.7	45.9	3.3	3.3	21.6	21.1	0.0	0.0
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	856	135.3	35.7	31.4	23.2	1.7	1.6	12.4	11.1	1.6	2.0
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	12,813	(6.9)	14.9	34.6	30.1	2.3	2.2	15.4	14.3	1.0	1.1
Ryman	RYM NZ	New Zealand	2,978	na	20.5	20.6	17.1	1.4	1.2	19.7	15.3	2.1	2.3
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	1,810	15.3	(3.8)	26.0	27.0	2.5	2.4	13.8	14.3	2.0	1.9
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	1,422	(46.7)	(50.9)	13.8	28.1	3.5	3.4	8.9	14.7	3.6	1.8
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	12,450	33.3	8.4	41.7	38.4	5.0	4.7	25.2	23.3	1.3	1.4
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	4,342	127.3	27.8	53.1	41.5	8.8	8.6	33.3	26.7	1.9	2.4
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	1,205	(32.4)	(49.1)	15.0	29.5	5.2	5.3	10.5	19.3	5.0	2.9
Ladprao General Hospital *	LPH TB	Thailand	122	(49.9)	(17.6)	18.6	22.5	2.5	2.4	10.3	12.1	4.0	3.3
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	380	101.6	2.2	26.8	26.2	2.9	2.7	13.2	12.7	1.7	1.7
Rajthanee Hospital *	RJH TB	Thailand	351	11.5	(58.9)	11.0	26.8	5.6	6.0	8.3	17.7	7.3	2.8
Ratchaphruek Hospital *	RPH TB	Thailand	103	(26.2)	(52.4)	12.2	25.6	2.0	2.0	7.4	12.4	4.9	2.9
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	1,621	(31.3)	(32.0)	61.2	90.0	6.2	6.1	30.2	35.2	1.0	0.7
Average				12.2	(0.7)	31.4	32.2	3.9	3.8	16.0	16.9	2.6	2.1

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 17-Aug-2022 closing prices

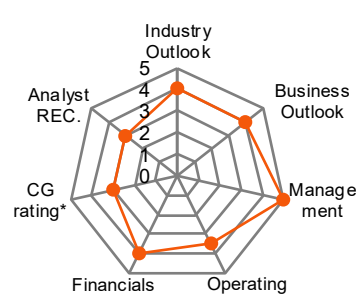
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. โรงพยาบาลราชธานี (RJH) ดำเนินการบริหารโรงพยาบาลเอกชนด้วยมีจำนวนเตียงที่ใช้จริง 292 เตียง ภายใต้แบรนด์ "ราชธานี" ในจังหวัดพระนครศรีอยุธยา บริษัท ก่อตั้งขึ้นในปี 1992 บริษัท ยังได้เข้าถือหุ้น 52% ในโรงพยาบาลราชธานีโรนะ (RRH) ในปี 2014 ปัจจุบัน RJH ให้บริการรักษาพยาบาลแก่ผู้ป่วยเงินสด และผู้ป่วยภายใต้โครงการประกันสังคม RJH มีความเชี่ยวชาญในการดูแลผู้ป่วยฉุกเฉิน ผู้ป่วยเด็ก และศัลยกรรมกระดูก ปัจจุบัน RJH ได้เข้าถือหุ้นใน RRH คิดเป็นสัดส่วนที่ 98%

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; * CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- โรงพยาบาลเอกชนที่ใหญ่ที่สุดในจังหวัดอยุธยา ด้วยมีประสบการณ์และแบรนด์ที่มีชื่อเสียงเป็นที่รู้จัก
- โรงพยาบาลของ RJH ตั้งอยู่ในทำเลที่ดี (ในชุมชน โรงงาน และนิคมอุตสาหกรรม)

O — Opportunity

- มีโรงพยาบาลและสถานพยาบาลของรัฐที่จำกัดในประเทศไทย
- การขยายขีดความสามารถในการรองรับความต้องการด้านการดูแลสุขภาพที่เพิ่มขึ้นในอนาคต
- การเพิ่มขึ้นของผู้ป่วยจากประเทศเพื่อนบ้าน
- การระบาดของโควิด

W — Weakness

- มีการกระจายฐานลูกค้าที่จำกัด เนื่องจาก RJH ยังคงเน้นตลาดผู้มีรายได้น้อยถึงปานกลาง

T — Threat

- เครื่องมือโรงพยาบาลขนาดใหญ่ที่เติบโตอย่าง BDMS ซึ่งกำลังเข้ามาแย่งตลาดระดับกลาง
- การแข่งขันที่เพิ่มขึ้นจากคู่แข่งโรงพยาบาลในจังหวัดอยุธยา
- ความเสี่ยงจากนโยบายของภาครัฐ
- การระบาดของโควิด

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	37.78	40.00	6%
Net profit 22F (Bt m)	1,003	1,129	12%
Net profit 23F (Bt m)	454	464	2%
Consensus REC	BUY: 1	HOLD: 4	SELL: 1

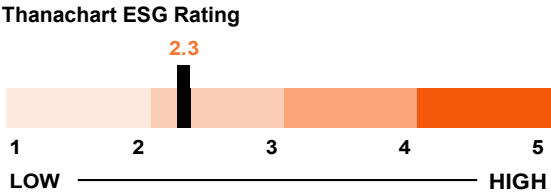
HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ถ้าไรและราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเรามีมุมมองเป็นบวกมากขึ้นต่อแนวโน้มการดำเนินงานของ RJH และปรับมาใช้ราคาเป้าหมายปีฐาน 2023F

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากกลยุทธ์ในการผลักดันรายได้จากธุรกิจผู้ป่วยเงินสดของ RJH เป็นไม่เป็นไปตามคาด จะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- จากแผนการเปิดโรงพยาบาลใหม่ของ RJH หากโรงพยาบาลใหม่ทำกำไรได้เร็ว/ช้ากว่าที่เราคาดไว้ในปัจจุบัน หรือมีการแข่งขันน้อย/มากขึ้นจากโรงพยาบาลเอกชนที่มีอยู่ หรือมีผู้เข้ามาใหม่ในตลาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากอัตราการจ่ายเงินสดเฉลี่ยสำหรับ Adjusted Relative Weight (RW) ภายใต้โครงการประกันสังคมเพิ่มขึ้น/ลดลงในอนาคต จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา

RJH เป็นบริษัทขนาดเล็กในกลุ่มโรงพยาบาล ด้วยมีโรงพยาบาล 2 แห่ง และมีจำนวนเตียงรองรับ 292 เตียง โรงพยาบาลหลักเป็นโรงพยาบาลเอกชนที่ใหญ่ที่สุดในจังหวัดอยุธยา เราให้คะแนน ESG สำหรับ RJH ที่ 2.3 เนื่องจากบริษัท ยังไม่ได้กำหนดเป้าหมายและแผนสำหรับประเด็นนี้อย่างชัดเจน



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
RJH	-	-	-	-	-	-	-	-	3.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" on the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- RJH ดำเนินธุรกิจโรงพยาบาล และไม่ได้ปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) มากนัก เราเชื่อว่านี่คือเหตุผลที่ RJH ยังไม่ได้กำหนดเป้าหมายและแผนสำหรับประเด็น ESG แม้จะมีแนวทางการดูแลสิ่งแวดล้อมในการป้องกันมลพิษและการอนุรักษ์ทรัพยากรธรรมชาติ - RJH ใช้ระบบบำบัดน้ำเสียสองระบบ ระบบมีความสามารถในการบำบัดน้ำเสียรวม 360 ลูกบาศก์เมตรต่อวัน ซึ่งตรงกับขีดความสามารถในการให้บริการในปัจจุบันของโรงพยาบาล ผลการทดสอบระบุว่าคุณภาพน้ำเสียของโรงพยาบาลเป็นไปตามมาตรฐานที่กำหนด - วัสดุและของเสียอันตรายของ RJH ส่วนใหญ่เป็นหลอดฉีดยา ของมีคม ของเสียเคมี และวัสดุติดเชื้อ RJH มีมาตรฐานการคัดแยกขยะ มาตรการสวมใส่อุปกรณ์ป้องกันส่วนบุคคล ขั้นตอนการรั่วไหลของวัสดุอันตราย ตลอดจนแผนที่เส้นทางและตารางการขนส่งของเสีย
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- RJH ให้ความสำคัญอย่างยิ่งกับบุคลากรทางการแพทย์ และมีนโยบายที่จะสนับสนุนให้พวกเขาทำงานให้กับบริษัท ในระยะยาว บริษัท เชื่อว่าบริษัท ได้เสนออัตราค่าตอบแทน และผลประโยชน์ตอบแทนที่สมเหตุสมผลและแข่งขันได้ มีการสร้างวัฒนธรรมองค์กรที่ดี และบรรยากาศในการทำงานที่น่าพึงพอใจ และสร้างความสัมพันธ์ที่ดีกับพนักงาน - RJH ให้ความสำคัญกับมาตรการด้านความปลอดภัยเพื่อลดความเสี่ยงต่อทั้งผู้ป่วยและเจ้าหน้าที่ RJH มีเจ้าหน้าที่ความปลอดภัยในการทำงานที่ผ่านการรับรองเพื่อติดตามและให้คำแนะนำเกี่ยวกับมาตรการด้านความปลอดภัย RJH ดำเนินการ EVN Rounds เป็นประจำเพื่อกำหนดความเสี่ยงในเชิงรุก ค้นหาสาเหตุของความเสี่ยง และเตรียมการแก้ปัญหาเบื้องต้น - RJH เน้นคุณภาพและมาตรฐานของผลิตภัณฑ์ พร้อมดูแลและรับผิดชอบต่อลูกค้า
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คณะกรรมการบริหาร 10 คน ของ RJH มีกรรมการอิสระ 4 คน โดยเป็นผู้ชาย 6 คน และผู้หญิง 4 คน - ผู้บริหารและพนักงานทุกระดับมีความรับผิดชอบในการตระหนักถึงความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นในพื้นที่ทำงานและองค์กรของตน และให้ความสำคัญอย่างเพียงพอและเหมาะสมในการบริหารความเสี่ยง คณะกรรมการบริหารได้กำหนดความเสี่ยงที่สำคัญเพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ขององค์กร - RJH ให้บริการศัลยกรรมด้วยนวัตกรรมที่หลากหลาย รวมถึง การผ่าตัดที่ไม่จำเป็นต้องเปิดช่องท้องยาวของผู้ป่วย การใช้เทคโนโลยีเพื่อช่วยวินิจฉัย และรักษาโรคผ่านการใช้กล้องถ่ายภาพ

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

2023-24F revenue to fall
on lower contribution
from COVID-19 services

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	1,855	3,118	3,268	2,154	2,526
Cost of sales	1,262	1,684	1,674	1,419	1,743
Gross profit	594	1,434	1,594	736	783
% gross margin	32.0%	46.0%	48.8%	34.2%	31.0%
Selling & administration expenses	163	183	195	176	205
Operating profit	431	1,250	1,399	560	578
% operating margin	23.2%	40.1%	42.8%	26.0%	22.9%
Depreciation & amortization	109	163	178	187	199
EBITDA	539	1,413	1,577	747	778
% EBITDA margin	29.1%	45.3%	48.3%	34.7%	30.8%
Non-operating income	23	27	44	39	40
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(0)	(6)	(19)	(12)	(16)
Pre-tax profit	453	1,271	1,424	587	603
Income tax	81	255	286	117	108
After-tax profit	372	1,016	1,138	469	494
% net margin	20.1%	32.6%	34.8%	21.8%	19.6%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	(1)	(4)	(9)	(5)	9
Extraordinary items	41	0	0	0	0
NET PROFIT	412	1,012	1,129	464	503
Normalized profit	371	1,012	1,129	464	503
EPS (Bt)	1.4	3.4	3.8	1.5	1.7
Normalized EPS (Bt)	1.2	3.4	3.8	1.5	1.7

BALANCE SHEET

There are new hospitals
due to open in 2023-25

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	441	1,203	1,011	577	670
Cash & cash equivalent	58	175	50	50	50
Account receivables	343	965	895	472	554
Inventories	36	60	60	50	62
Others	4	4	6	4	5
Investments & loans	0	566	626	626	626
Net fixed assets	1,272	1,428	1,606	1,982	2,235
Other assets	187	155	163	171	180
Total assets	1,899	3,352	3,405	3,355	3,711
LIABILITIES:					
Current liabilities:	340	1,298	1,062	1,207	1,420
Account payables	241	378	321	272	334
Bank overdraft & ST loans	70	750	627	838	985
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	29	169	114	96	100
Total LT debt	0	0	0	0	0
Others LT liabilities	57	89	97	64	75
Total liabilities	398	1,387	1,159	1,270	1,495
Minority interest	5	9	18	18	10
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	300	300	300	300	300
Share premium	1,093	1,093	1,093	1,093	1,093
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(354)	(240)	(240)	(240)	(240)
Retained earnings	457	802	1,074	913	1,053
Shareholders' equity	1,496	1,955	2,228	2,066	2,207
Liabilities & equity	1,899	3,352	3,405	3,355	3,711

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

*Strong cash inflow
stream, on our estimates*

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	453	1,271	1,424	587	603
Tax paid	(80)	(114)	(341)	(135)	(104)
Depreciation & amortization	109	163	178	187	199
Chg In working capital	9	(509)	13	383	(31)
Chg In other CA & CL / minorities	5	(1)	(7)	(15)	(17)
Cash flow from operations	496	810	1,266	1,007	651
Capex	(411)	(315)	(353)	(560)	(450)
Right of use	(1)	0	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	10	(566)	(60)	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(16)	59	1	(32)	15
Cash flow from investments	(419)	(821)	(412)	(592)	(435)
Debt financing	70	680	(123)	211	147
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(315)	(643)	(856)	(626)	(363)
Warrants & other surplus	3	91	0	0	0
Cash flow from financing	(243)	127	(979)	(414)	(216)
Free cash flow	85	495	914	447	201

VALUATION

*Trading at fair value, in
our view*

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	33.5	12.3	11.0	26.8	24.8
Normalized PE - at target price (x)	32.3	11.9	10.6	25.8	23.9
PE (x)	30.2	12.3	11.0	26.8	24.8
PE - at target price (x)	29.1	11.9	10.6	25.8	23.9
EV/EBITDA (x)	23.1	9.2	8.3	17.7	17.2
EV/EBITDA - at target price (x)	22.3	8.9	8.0	17.1	16.6
P/BV (x)	8.3	6.4	5.6	6.0	5.6
P/BV - at target price (x)	8.0	6.1	5.4	5.8	5.4
P/CFO (x)	25.1	15.4	9.8	12.4	19.1
Price/sales (x)	6.7	4.0	3.8	5.8	4.9
Dividend yield (%)	2.4	6.5	7.3	2.8	3.0
FCF Yield (%)	0.7	4.0	7.3	3.6	1.6
(Bt)					
Normalized EPS	1.2	3.4	3.8	1.5	1.7
EPS	1.4	3.4	3.8	1.5	1.7
DPS	1.0	2.7	3.0	1.2	1.3
BV/share	5.0	6.5	7.4	6.9	7.4
CFO/share	1.7	2.7	4.2	3.4	2.2
FCF/share	0.3	1.7	3.0	1.5	0.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

2023-24F earnings
decline on falling revenue
from COVID-19 services

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	4.8	68.0	4.8	(34.1)	17.2
Net profit (%)	4.2	145.3	11.5	(58.9)	8.3
EPS (%)	4.2	145.3	11.5	(58.9)	8.3
Normalized profit (%)	17.2	172.6	11.5	(58.9)	8.3
Normalized EPS (%)	17.2	172.6	11.5	(58.9)	8.3
Dividend payout ratio (%)	72.7	80.0	80.0	75.0	75.0
Operating performance					
Gross margin (%)	32.0	46.0	48.8	34.2	31.0
Operating margin (%)	23.2	40.1	42.8	26.0	22.9
EBITDA margin (%)	29.1	45.3	48.3	34.7	30.8
Net margin (%)	20.1	32.6	34.8	21.8	19.6
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.4	0.3	0.4	0.4
Net D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.3	0.3	0.4	0.4
Interest coverage - EBIT (x)	na	211.3	72.6	47.0	36.2
Interest coverage - EBITDA (x)	na	238.8	81.8	62.7	48.7
ROA - using norm profit (%)	20.7	38.5	33.4	13.7	14.2
ROE - using norm profit (%)	25.7	58.6	54.0	21.6	23.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	25.8	58.9	54.4	21.9	23.1
- asset turnover (x)	1.0	1.2	1.0	0.6	0.7
- operating margin (%)	24.4	41.0	44.2	27.8	24.5
- leverage (x)	1.2	1.5	1.6	1.6	1.7
- interest burden (%)	99.9	99.5	98.7	98.0	97.4
- tax burden (%)	82.2	79.9	79.9	80.0	82.0
WACC (%)	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
ROIC (%)	30.2	66.3	44.2	16.0	16.6
NOPAT (Bt m)	354	999	1,118	448	474
invested capital (Bt m)	1,508	2,531	2,805	2,855	3,142

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

SET THSI Index (SETTHSI)

Nowadays, long-term investment tends to be more focused on sustainable companies. The financial statement performance and the consideration in environmental, social and governance (ESG) perspective are keys aspects for analysis.

SET has created a Thailand Sustainability Investment (THSI) list since 2015 for using as an alternative investment in the high performance ESG stocks for investors while, supporting the sustainable Thai companies. SET defines the sustainable companies as the companies that embrace risk management, supply chain management and innovations together with responsibility for environmental, social and governance aspects

As a result, SET has created the SETTHSI for the purpose of indicating the price of these sustainable companies that pass the market capital size and liquidity criteria.

Arabesque S-Ray®

The S-Ray data here is published with a 3 month delay. For the latest data, please contact sray@arabesque.com

Arabesque S-Ray® is a service (the "Service") provided by Arabesque S-Ray GmbH ("Arabesque S-Ray") and its branch and subsidiary companies. Arabesque S-Ray is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organized under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany. The Service is unconnected to any of the asset management activities conducted within the wider group of Arabesque companies, and is not investment advice or a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in investment services. RELIANCE - Arabesque S-Ray makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. ENQUIRIES - Any enquiries in respect of this document should be addressed to Arabesque S-Ray.

Arabesque S-Ray® - The ESG Score, ranging from 0 to 100, identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long run, based on the principles of financial materiality. That is, when computing the ESG Score of a company, the algorithm will only use information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by overweighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis to stay up-to-date

MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, non of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

The Dow Jones Industrial Average

The Dow Jones Industrial Average and its related values © S&P Dow Jones Indices LLC 2021. All rights reserved. The Dow Jones Industrial Average is a product of S&P Dow Jones Indices LLC or its affiliates ("SPDJI") and has been licensed for use by the Stock Exchange of Thailand. Standard & Poor's®, S&P® and S&P 500® are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC ("S&P"); Dow Jones®, DJIA®, DJ® and Dow Jones Industrial Average® are registered trademarks of Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"); and these trademarks have been licensed for use by SPDJI and sublicensed for certain purposes by the Stock Exchange of Thailand. The derivative warrants having the Dow Jones Industrial Average as an underlying asset, listed on the exchange of the Stock Exchange of Thailand are not sponsored, endorsed, sold or promoted by SPDJI, Dow Jones, S&P or their respective affiliates and none of such parties make any representation regarding the advisability of investing in such product(s) nor do they have any liability for any errors, omissions, or interruptions of the Dow Jones Industrial Average.

S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved. CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER. ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

ESG Information - Third Party Terms

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party

sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody's.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information").

2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed [here](#).

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an “Overweight” sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. “Underweight” is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. “Neutral” is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 72 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2210A, ADVANC16C2211A, AMAT16C2209A, AOT16C2212A, AOT16C2209A, BANPU16C2212A, BANPU16C2210A, BCH16C2211A, BGRIM16C2212A, BGRIM16C2209A, BLA16C2208A, BLA16C2209A, CBG16C2210A, CENTEL16C2209A, COM716C2208A, COM716C2209A, COM716C2211A, COM716C2211B, COM716C2211C, CPALL16C2211A, EA16C2209A, EA16C2211A, ESSO16C2209A, ESSO16C2209B, FORTH16C2211A, GPSC16C2209A, GULF16C2210A, GUNK16C2209A, HANA16C2209A, HANA16C2211A, IVL16C2209A, IVL16C2211A, JMART16C2210A, JMART16C2211A, JMT16C2210A, JMT16C2211A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KBANK16C2211A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KCE16C2211A, KTC16C2211A, KTC16C2209A, MINT16C2211A, MTC16C2209A, PTG16C2211A, PTG16C2209A, PTTEP16C2212A, PTTEP16C2209A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, SAWAD16C2211A, S5016C2209A, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2211A, SCB16C2208A, SCGP16C2212A, SET5016P2212A, SET5016C2209B, SET5016C2212A, SET5016P2209B, SINGER16C2212A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, TIDLOR16C2212A, TOP16C2211A, TTA16C2208A, TTA16C2211A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are (ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BCH, BGRIM, BLA, CBG, CENTEL, COM7, CPALL, EA, ESSO, FORTH, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, PTG, PTTEP, RBF, RCL, SAWAD, SCB, SET50, SCGP, SINGER, SPRC, STEC, TIDLOR, TOP, TTA, TU, WHA)). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาต จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอัคริณี ไตรลึงคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีดิวิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีดิวิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566” ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ
พัทธดนย์ บุณนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
สรชดา สรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

พลังงาน , ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

Strategy, ประกัน, กระดาษ
จักร เรืองสินัญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย
พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเท่ง
รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชานันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต
Tel: 662-779-9117
sunset.rak@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สดภาพ
Tel: 662-779-9198
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th