

BUY (Unchanged)

TP: Bt 270.00 (From: Bt 233.00)

17 NOVEMBER 2022

Change in Numbers

Upside : 26.8%

Bumrungrad Hospital Pcl (BH TB)

กลับมาโตกว่าเดิม

ธุรกิจของ BH พื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง โดยกำไรของบริษัทฯ ได้แซงหน้าระดับก่อนโควิดไปแล้วก่อนที่ประเทศจะฟื้นตัวเต็มที่จากการกลับมาเปิดประเทศ เราปรับประมาณการกำไรปี 2022-24F ขึ้น 12/18/20% และคงคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 270 บาท



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

การฟื้นตัวโดยภาพรวม

กำไรของ BH และจุดต่ำสุดใน 2Q20 และเติบโต y-y ตั้งแต่นั้นเป็นต้นมา บริษัทฯ มีกำไรสูงเป็นประวัติการณ์ใน 3Q22 ที่ 1.5 พันลบ. เพิ่มขึ้น 404% y-y และ 29% q-q กำไร 3Q22 สูงกว่าระดับก่อนโควิดถึง 42% แม้จำนวนนักท่องเที่ยวไทยยังอยู่ในช่วงเริ่มต้นของการฟื้นตัว EBITDA ของ BH ใน 3Q22 อยู่ที่ 2.0 พันลบ. (เทียบกับ 1.5 พันลบ. ใน 3Q19) สูงเป็นประวัติการณ์เช่นกัน โดยมี EBITDA margin ที่ 35.7% (เทียบกับ 32.6%) อัตรากำไรสุทธิอยู่ที่ 26.4% (เทียบกับ 22.4%) และ ROE ที่ 33.7% (เทียบกับ 22.3%) ทำสถิติสูงสุดใหม่ สัดส่วนรายได้ใน 3Q22 กลับมาที่ระดับ 3Q19 คือผู้ป่วยต่างชาติคิดเป็น 67% และผู้ป่วยชาวไทยคิดเป็น 33%

ปัจจัยหนุนกำไร

ปัจจัยผลักดันกำไรในช่วงหลายไตรมาสที่ผ่านมา ได้แก่ ผู้ป่วยทั้งชาวไทยและชาวต่างชาติที่ฟื้นตัว การปรับเพิ่มค่ารักษาพยาบาล และรายได้จากการรักษาโรคภัยแรงเพิ่มขึ้นจากการบริการระดับตติยภูมิมากขึ้น ส่วนลดค่ารักษาที่ลดลง การบริหารจัดการต้นทุน และผลของ operating leverage เราคาดว่าปัจจัยหนุนเหล่านี้จะยังคงดำเนินอยู่ อัตราการดำเนินงานสูงถึง 87% ใน 3Q22 และ BH กำลังปลดล็อกขีดความสามารถในการรองรับเพิ่มเติมโดยการปรับปรุงห้องพักรักษา 7 ให้แล้วเสร็จตั้งแต่ปลาย 4Q22 ซึ่งจะช่วยให้มีเตียงเพิ่มขึ้น 60-65 เตียงในต้นปีหน้าเป็น 540-545 เตียง เราประมาณการจำนวนผู้ป่วยโต 8/4% ในปี 2023-24F นอกจากนี้ BH ยังมีแผนที่จะเปลี่ยน back office เป็นคลินิกผู้ป่วยนอกที่อาคาร BI บริษัทฯ กำลังพิจารณาสร้างอาคารใหม่ 2 อาคาร ด้วยมีคลินิกและเตียงผู้เพิ่มเติมนที่ติดที่มีอยู่ใกล้กับโรงพยาบาลหลัก BH ใสโรงพยาบาลใหม่บนถนนเพชรบุรีในกทม. ห่างจากโรงพยาบาลหลัก 1.2 กม. ในแผนลงทุนในปี 2027 ที่ 9.3 พันลบ.

ผู้ป่วยต่างชาติแข็งแกร่ง

รายได้ผู้ป่วยต่างชาติใน 2Q22/3Q22 เติบโตปี 2019 แล้วราว 8/21% ตัวเลขที่สูงเป็นผลมาจากจำนวนผู้ป่วยต่างชาติที่บินเข้ามา โดยส่วนใหญ่มาจากตะวันออกกลาง CLMV (กัมพูชา ลาว เมียนมาร์ และเวียดนาม) (อันดับ 1 ในกลุ่มนี้มาจากเมียนมาร์) และบังกลาเทศ BH ยังคงเห็นผู้ป่วยต่างชาติเข้ามาแข็งแกร่งต่อเนื่องในเดือนต.ค. และมีค่าขอเข้ามาใช้บริการที่ BH จากผู้ป่วยต่างชาติจำนวนมาก รายได้จากผู้ป่วยชาวอุดรธานีซึ่งเพิ่มขึ้น 60% q-q เป็น 48 ลบ. ใน 3Q22 BH คาดว่าจะลงนามในสัญญาบริการสุขภาพ โดยมีรายได้เริ่มเข้ามาจริงจึงใน 2Q23 เราคาดว่ารายได้ผู้ป่วยต่างชาติของ BH จะโต 118/25/10% ในปี 2022-24F

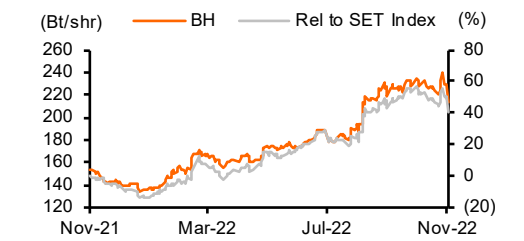
ปรับเพิ่มประมาณการกำไร

เนื่องจากแนวโน้มการฟื้นตัวที่แข็งแกร่งกว่าคาด เราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรของ BH ขึ้น 12/18/20% ในปี 2022-24F และปรับเพิ่มราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2023F) เป็น 270 บาท/หุ้น (จาก 233 บาท) หลังปรับเพิ่มประมาณการ เราคาดว่ากำไรจะเติบโต 265/21/12% y-y ในปี 2022-24F เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” BH หุ้นซื้อขายที่ 30 เท่า 2023F PE เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปี ก่อนช่วงโควิดที่ 39 เท่า ด้วยความสามารถในการทำกำไรที่ดีขึ้น โดยมี ROE ที่ 27/27% ในปี 2023-24F เทียบกับ 19.6% ในปี 2019 เราจึงยังเห็นโอกาสที่ PE ของ BH จะถูก re-rate จากระดับปัจจุบัน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	12,404	19,829	23,233	25,082
Net profit	1,216	4,661	5,651	6,341
Consensus NP	—	3,961	4,612	5,007
Diff frm cons (%)	—	17.7	22.5	26.6
Norm profit	1,274	4,654	5,651	6,341
Prev. Norm profit	—	4,141	4,770	5,297
Chg frm prev (%)	—	12.4	18.5	19.7
Norm EPS (Bt)	1.6	5.9	7.1	8.0
Norm EPS grw (%)	6.2	265.1	21.4	12.2
Norm PE (x)	132.8	36.4	30.0	26.7
EV/EBITDA (x)	63.9	24.4	20.1	17.8
P/BV (x)	9.8	8.7	7.6	6.8
Div yield (%)	1.5	1.4	2.0	2.6
ROE (%)	7.1	25.3	27.0	27.0
Net D/E (%)	(33.6)	(42.7)	(47.6)	(49.4)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Nov-22 (Bt)	213.00
Market Cap (US\$ m)	4,717.6
Listed Shares (m shares)	794.9
Free Float (%)	50.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	30.9
12M Price H/L (Bt)	239.00/133.50
Sector	Health Care
Major Shareholder	Sophonpanich family ~35%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

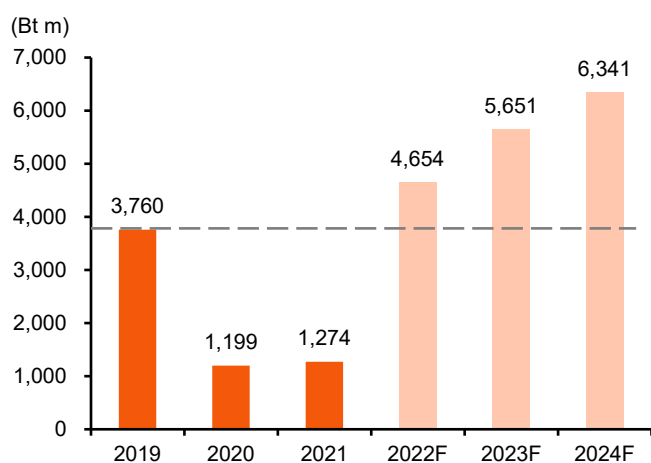


Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Thai patient revenue (Bt m)						
- New	6,038	5,924	6,661	7,289	7,503	7,741
- Old				7,357	7,343	7,437
- Change (%)				(0.9)	2.2	4.1
International patient revenue (Bt m)						
- New	12,371	6,392	5,743	12,539	15,729	17,342
- Old				11,420	13,386	14,624
- Change (%)				9.8	17.5	18.6
Average gross margin (%)						
- New	44.1	37.7	37.7	46.1	46.8	47.6
- Old				44.9	45.7	46.4
- Change (pp)				1.1	1.1	1.1
SG&A to sales (%)						
- New	20.4	27.6	26.6	18.5	18.0	17.6
- Old				18.7	18.2	17.7
- Change (pp)				(0.1)	(0.1)	(0.1)
Normalized profit (Bt m)						
- New	3,760	1,199	1,274	4,654	5,651	6,341
- Old				4,141	4,770	5,297
- Change (%)				12.4	18.5	19.7

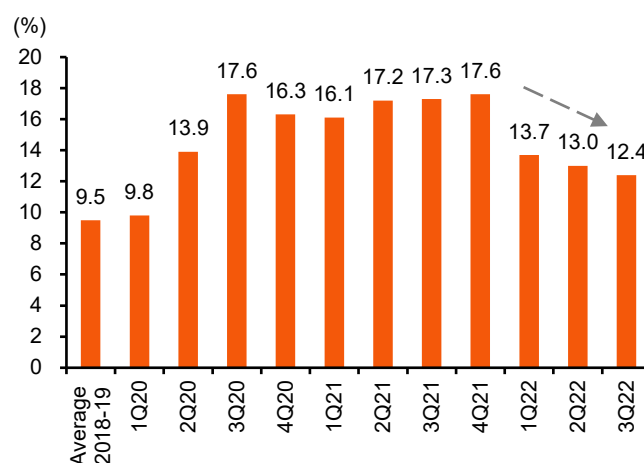
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Earnings Surpass Its Pre-COVID Level In 2019



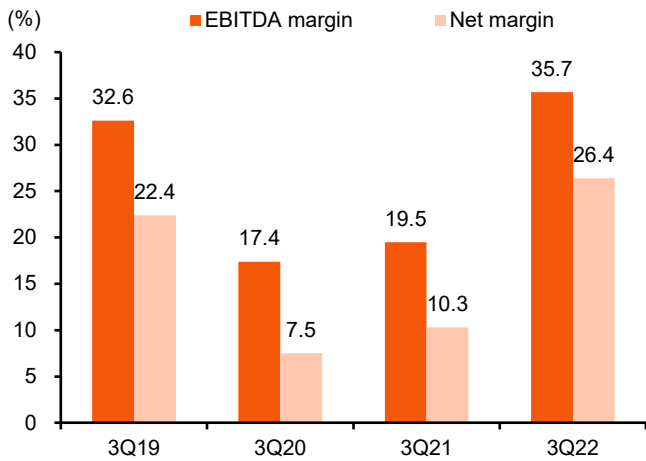
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: BH's Average Price Discount Has Declined



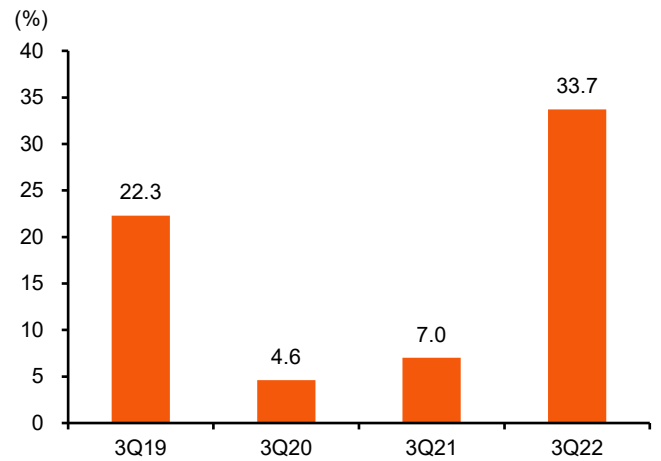
Source: Company data

Ex 4: Quarterly EBITDA Margin And Net Profit Margin



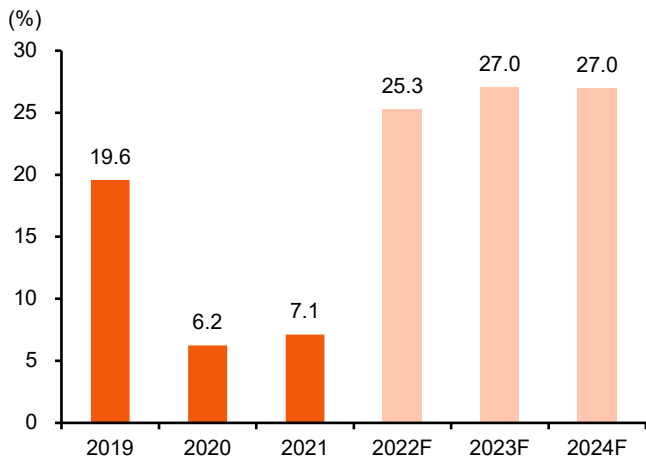
Source: Company data

Ex 5: Quarterly ROE



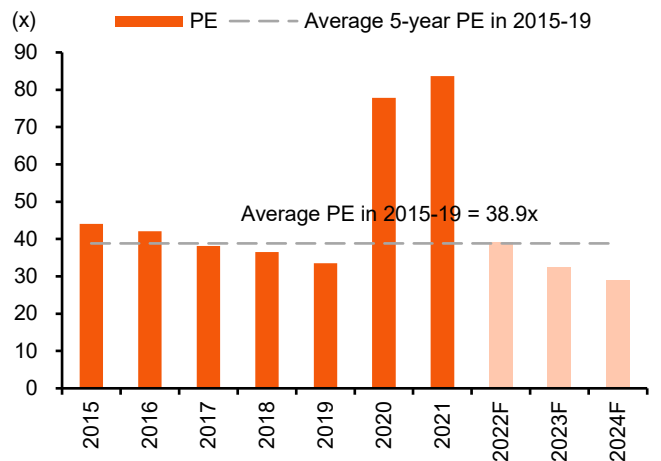
Source: Company data

Ex 6: Recovering ROE



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Inexpensive Valuation, In Our View



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 8: 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	7,867	8,802	9,528	10,242	10,965	11,735	12,538	13,387	14,202	15,012	15,766	—
Free cash flow	4,596	5,284	7,723	8,537	8,375	9,514	10,177	10,878	11,558	12,232	12,771	280,859
PV of free cash flow	4,584	4,731	6,455	6,721	6,211	6,645	6,696	6,742	6,480	6,430	6,296	138,452
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.6											
WACC (%)	5.7											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value -	206,441											
add investments												
Net debt (end-2022F)	(8,478)											
Minority interest	367											
Equity value	214,552											
# of shares (m)	795											
Equity value/share (Bt)	270											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 9: 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	9,642	19.3	31.6	45.4	34.5	3.5	3.5	13.3	12.0	1.7	1.9
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	6,424	1.4	4.3	8.9	8.6	1.0	0.9	7.7	7.6	3.2	3.1
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	1,484	49.3	16.0	10.1	8.7	1.7	1.5	7.0	6.3	3.1	3.5
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	7,748	(12.5)	8.0	68.5	63.4	11.2	9.8	29.0	29.0	0.2	0.3
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	2,643	(33.1)	34.2	58.2	43.3	3.2	3.2	21.1	20.4	0.0	0.0
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	811	118.5	38.5	32.7	23.6	1.7	1.6	12.3	10.9	1.5	2.1
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	11,547	(11.9)	16.3	33.5	28.8	2.1	2.0	14.7	13.8	1.0	1.1
Ryman	RYM NZ	New Zealand	2,446	na	21.4	17.4	14.4	1.2	1.1	17.8	12.3	2.4	2.8
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	1,834	28.6	(8.6)	23.4	25.7	2.5	2.4	12.4	13.5	2.1	2.1
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	1,376	(46.7)	(50.9)	13.5	27.5	3.5	3.4	8.8	14.4	3.7	1.8
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	12,841	43.0	5.7	40.6	38.4	5.3	5.0	25.2	23.7	1.8	1.6
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	4,718	265.1	21.4	36.4	30.0	8.7	7.6	24.4	20.1	1.4	2.0
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	1,060	(27.5)	(51.0)	12.5	25.5	4.6	4.8	8.7	16.6	6.4	3.3
Ladprao General Hospital *	LPH TB	Thailand	115	(49.9)	(17.6)	17.8	21.6	2.4	2.3	9.9	11.6	4.2	3.5
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	386	101.6	2.2	27.6	27.0	3.0	2.8	13.7	13.2	1.6	1.7
Rajthanee Hospital *	RJH TB	Thailand	259	11.5	(58.9)	8.2	20.0	4.2	4.5	6.3	13.5	9.7	3.7
Ratchaphruek Hospital *	RPH TB	Thailand	91	(26.2)	(52.4)	11.0	23.1	1.8	1.8	6.6	11.0	5.4	3.2
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	1,653	2.4	(44.7)	42.3	76.6	6.1	6.1	24.2	33.1	1.5	0.8
Average				25.5	(4.7)	28.2	30.0	3.8	3.6	14.6	15.7	2.8	2.1

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 17 Nov 2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ จำกัด (มหาชน) (BH) ดำเนินธุรกิจโรงพยาบาลเอกชนในกรุงเทพฯ และปัจจุบันมีจำนวนเตียงทั้งหมด 580 เตียง และมีจำนวนผู้ป่วยนอกมากกว่า 3,000 รายต่อวัน BH เป็นหนึ่งในผู้ให้บริการด้านการดูแลสุขภาพชั้นนำในประเทศไทย และเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ BH กำลังขยายและยกระดับโรงพยาบาลหลักในกรุงเทพฯ เพื่อรองรับความต้องการโรงพยาบาลเอกชนที่เพิ่มขึ้น

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีแบรนด์แข็งแกร่ง ด้วยมีชื่อเสียงระดับนานาชาติ
- มีคุณภาพสูง และการรักษาพยาบาลโรคที่ซับซ้อนด้วยการให้บริการที่ดี
- ฐานผู้ป่วยของโรงพยาบาลเป็นกลุ่มที่มีความสามารถในการจ่ายสูง ซึ่งมีความอ่อนไหวต่อราคาต่ำกว่า

O — Opportunity

- รายได้ที่เพิ่มขึ้นน่าจะทำให้ประชาชนมีความสามารถในการใช้จ่ายสำหรับบริการด้านสุขภาพที่มีคุณภาพที่ดีขึ้นมากขึ้น
- ประชากรสูงอายุต้องการการรักษาพยาบาลที่มีความซับซ้อนมากขึ้น
- การเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน

CONSENSUS COMPARISON

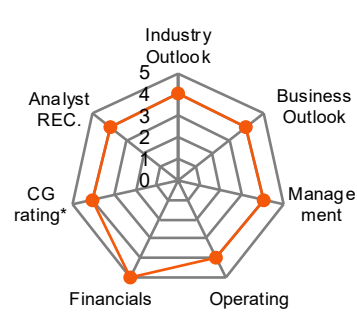
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	218.20	270.00	24%
Net profit 22F (Bt m)	3,961	4,661	18%
Net profit 23F (Bt m)	4,612	5,651	23%
Consensus REC	BUY: 11	HOLD: 10	SELL: 5

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรและราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของผู้ป่วยต่างชาติ

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- มีการให้บริการที่จำกัดด้วยมีโรงพยาบาลเพียงแห่งเดียว

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงขึ้นจากคู่แข่งในภูมิภาค เช่น สิงคโปร์ มาเลเซีย และอินเดีย
- ความเสี่ยงด้านนโยบายและกฎระเบียบ
- ความเสี่ยงจากการระบาดของโควิด-19

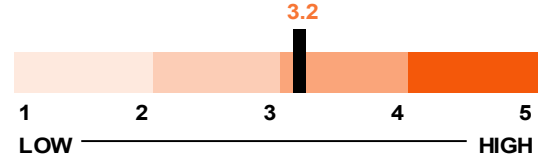
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากจำนวนผู้ป่วยชาวไทยและชาวต่างชาติต่ำกว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- ถ้าค่ารักษาพยาบาลและอัตรากำไรต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

BH เป็นโรงพยาบาลระดับไฮเอนด์ ตั้งอยู่ใจกลางกรุงเทพฯ โดยลักษณะธุรกิจ บริษัทฯ ไม่ได้ปล่อยก๊าซเรือนกระจกมากนัก ส่วน ESG อื่นๆ BH ให้ความสำคัญกับเรื่องเหล่านี้พอสมควร เราให้คะแนน ESG สำหรับ BH ที่ 3.2 และคาดว่าคะแนนจะดีขึ้นในอนาคตด้วยนวัตกรรมทางการแพทย์ที่มากขึ้น

Thanachart ESG Rating



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	Arabesque			S&P		Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
				MSCI (CCC-AAA)	S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	Global (0-100)			
BH	-	-	-	A	63.76	51.17	26.48	29.0	4.0	

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" toward the back of this report.

Factors Our Comments

ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- BH เป็นโรงพยาบาลระดับไฮเอนด์ ตั้งอยู่ใจกลางกรุงเทพฯ มีอัตราส่วนรายได้ผู้ป่วยต่างชาติสูงสุดในกลุ่ม ด้วยลักษณะธุรกิจ BH ไม่ได้ปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) มากนัก อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ ให้ความสำคัญกับประเด็น ESG พอสมควร
- BH กำลังสำรวจและพัฒนาความเป็นไปได้ในแหล่งพลังงานหมุนเวียนเพื่อพัฒนากลยุทธ์การลดการปล่อยก๊าซในระยะสั้น ระยะกลาง และระยะยาว ลงไปอีก
- BH รักษาคุณภาพอากาศในโรงพยาบาลให้มีมาตรฐานสูง โดยดำเนินการสำรวจคุณภาพอากาศ เปลี่ยนไส้กรองอากาศของเครื่องควบคุมอากาศ (AHU) ทั้งหมด และติดตั้งระบบการใช้แสงอัลตราไวโอเลต UV ที่มีความเข้มข้นสูงพิเศษเพื่อทำลายเชื้อโรคต่างๆ ในระบบปรับอากาศ HVAC
- BH ทำการประเมินการลดการไหลของน้ำ โดยการหาทางเลือกต่างๆ ตั้งแต่เปลี่ยนอ่างล้างมือไปจนถึงออกแบบระบบ HVAC ของ BH ใหม่ เพื่อลดการใช้
- BH มุ่งมั่นที่จะลดการสร้างของเสียให้น้อยที่สุด บริษัทฯ มีแนวทางและความคิตรีเริ่มในการจัดการขยะมูลฝอยและของเสียอันตรายตามระเบียบและมาตรฐาน

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- BH ติดตามและควบคุมการปฏิบัติตามแรงงานเพื่อให้แน่ใจว่าสอดคล้องกับหลักเกณฑ์ในประเทศและระดับสากลที่เกี่ยวข้องและดำเนินการปรับปรุงอย่างต่อเนื่อง บริษัทฯ มี 'นโยบายสิทธิมนุษยชน' ที่เน้นการปกป้องสิทธิของพนักงาน
- BH ดำเนินการอย่างโปร่งใสและเป็นธรรมในกระบวนการจัดหางาน และให้โอกาสที่เท่าเทียมกันแก่ผู้สมัครงาน โดยไม่เลือกปฏิบัติต่อเชื้อชาติ สัญชาติ ศาสนา เพศ ภาษา อายุ รสนิยมทางเพศ สถานะทางสังคม ความพิการทางร่างกายหรือจิตใจ
- BH มี "การพัฒนาคุณภาพและแผนด้านความปลอดภัยของผู้ป่วย" ซึ่งตอบสนองต่อความต้องการและรับรองความพึงพอใจของผู้ป่วย ขั้นตอนนี้มีจุดมุ่งหมายเพื่อปรับปรุงบริการ ลดต้นทุน และลดความขัดแย้งและความไม่สะดวกแก่ผู้ป่วยและพนักงาน
- BH ยังคงได้รับการรับรองโดย JCI, A-HA, มาตรฐานการรับรองระบบการรักษายาพยาบาลระดับโลก รวมถึงกฎระเบียบอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- คณะกรรมการบริษัท ประกอบด้วย กรรมการอิสระ 5 ท่าน จากทั้งหมด 11 ท่าน โดย 2 ท่าน เป็นผู้หญิง
- BH มีนโยบายเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใส ครบถ้วน เชื่อถือได้ และทันเวลาผ่านช่องทางต่างๆ ที่เข้าถึงได้ง่าย
- BH มี "แอปพลิเคชันบำรุงราษฎร์" ซึ่งเป็นแอปพลิเคชันมือถือเพื่ออำนวยความสะดวกในการจองนัดหมายปรึกษาทางไกล ชำระเงิน และเข้าถึงข้อมูลสุขภาพของผู้ป่วย
- สำหรับนวัตกรรมล่าสุด BH ได้เพิ่ม 4 เทคโนโลยีใหม่ ได้แก่ Cryoablation Technology (รักษาก้อนเนื้อออกโดยใช้ความเย็นจัด), การบำบัดด้วยไอออน (รักษาโรคต่อมลูกหมากโตด้วยไอออน), Full-Thickness Resection Device (สำหรับรักษามะเร็งลำไส้ใหญ่ระยะเริ่มต้น โดยไม่ต้องผ่าตัดและไม่ต้องเปิดหน้าท้อง) การผ่าตัดเทคนิค LIFT (เทคนิคการผ่าตัดฝึกฝนสูตรและฝึกรอบทวารหนักโดยที่ไม่มีการทำลายหูรูดทวารหนัก)

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

International patients are key to pushing up revenue in 2022-24F

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	12,315	12,404	19,829	23,233	25,082
Cost of sales	7,677	7,731	10,696	12,358	13,153
Gross profit	4,638	4,673	9,133	10,874	11,929
% gross margin	37.7%	37.7%	46.1%	46.8%	47.6%
Selling & administration expenses	3,394	3,296	3,673	4,190	4,404
Operating profit	1,244	1,377	5,460	6,685	7,525
% operating margin	10.1%	11.1%	27.5%	28.8%	30.0%
Depreciation & amortization	1,220	1,180	1,141	1,211	1,276
EBITDA	2,464	2,557	6,601	7,896	8,802
% EBITDA margin	20.0%	20.6%	33.3%	34.0%	35.1%
Non-operating income	252	269	249	296	350
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(128)	(120)	(2)	(4)	(5)
Pre-tax profit	1,369	1,527	5,707	6,977	7,870
Income tax	150	216	1,017	1,291	1,495
After-tax profit	1,219	1,311	4,690	5,687	6,375
% net margin	9.9%	10.6%	23.7%	24.5%	25.4%
Shares in affiliates' Earnings	(2)	(12)	(1)	5	10
Minority interests	(17)	(24)	(35)	(41)	(44)
Extraordinary items	5	(58)	7	0	0
NET PROFIT	1,204	1,216	4,661	5,651	6,341
Normalized profit	1,199	1,274	4,654	5,651	6,341
EPS (Bt)	1.5	1.5	5.9	7.1	8.0
Normalized EPS (Bt)	1.5	1.6	5.9	7.1	8.0

BALANCE SHEET

No significant new investments in 2022-24

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	10,801	8,062	11,590	14,615	16,497
Cash & cash equivalent	8,138	5,936	8,500	11,000	12,600
Account receivables	2,206	1,461	2,227	2,610	2,817
Inventories	309	328	322	372	396
Others	148	338	540	633	683
Investments & loans	76	1	1	1	1
Net fixed assets	11,726	11,532	11,521	12,329	13,219
Other assets	1,619	1,261	1,206	1,151	1,126
Total assets	24,222	20,857	24,318	28,097	30,843
LIABILITIES:					
Current liabilities:	4,418	2,284	2,967	3,538	3,706
Account payables	704	805	1,114	1,287	1,369
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	2,497	0	2	18	16
Others current liabilities	1,217	1,479	1,852	2,233	2,321
Total LT debt	21	23	20	165	140
Others LT liabilities	946	932	1,454	1,686	1,819
Total liabilities	5,385	3,239	4,441	5,389	5,665
Minority interest	305	332	367	408	452
Preferreds shares	1	1	1	1	1
Paid-up capital	795	795	795	795	795
Share premium	450	450	450	450	450
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	50	94	94	94	94
Retained earnings	17,236	15,947	18,171	20,961	23,387
Shareholders' equity	18,532	17,286	19,510	22,300	24,726
Liabilities & equity	24,222	20,857	24,318	28,097	30,843

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	1,369	1,527	5,707	6,977	7,870
Tax paid	(550)	(91)	(1,034)	(1,212)	(1,511)
Depreciation & amortization	1,220	1,180	1,141	1,211	1,276
Chg In working capital	397	827	(453)	(259)	(149)
Chg In other CA & CL / minorities	(138)	(62)	186	214	63
Cash flow from operations	2,298	3,381	5,547	6,932	7,550
Capex	(1,045)	(948)	(1,100)	(1,990)	(2,166)
Right of use	(124)	(21)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	1,320	74	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(164)	270	548	257	159
Cash flow from investments	(14)	(625)	(552)	(1,733)	(2,007)
Debt financing	10	(2,497)	6	161	(28)
Capital increase	230	0	0	0	0
Dividends paid	(2,544)	(2,545)	(2,437)	(2,860)	(3,914)
Warrants & other surplus	(332)	84	0	0	0
Cash flow from financing	(2,636)	(4,958)	(2,431)	(2,699)	(3,943)
Free cash flow	1,253	2,432	4,447	4,942	5,384

VALUATION

Inexpensive valuation, in our view

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	141.1	132.8	36.4	30.0	26.7
Normalized PE - at target price (x)	178.9	168.4	46.1	38.0	33.8
PE (x)	140.6	139.2	36.3	30.0	26.7
PE - at target price (x)	178.2	176.5	46.0	38.0	33.8
EV/EBITDA (x)	66.4	63.9	24.4	20.1	17.8
EV/EBITDA - at target price (x)	84.8	81.6	31.2	25.8	23.0
P/BV (x)	9.1	9.8	8.7	7.6	6.8
P/BV - at target price (x)	11.6	12.4	11.0	9.6	8.7
P/CFO (x)	73.7	50.1	30.5	24.4	22.4
Price/sales (x)	13.7	13.6	8.5	7.3	6.8
Dividend yield (%)	1.5	1.5	1.4	2.0	2.6
FCF Yield (%)	0.7	1.4	2.6	2.9	3.2
(Bt)					
Normalized EPS	1.5	1.6	5.9	7.1	8.0
EPS	1.5	1.5	5.9	7.1	8.0
DPS	3.2	3.2	2.9	4.3	5.6
BV/share	23.3	21.7	24.5	28.1	31.1
CFO/share	2.9	4.3	7.0	8.7	9.5
FCF/share	1.6	3.1	5.6	6.2	6.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

We estimate a strong earnings turnaround in 2022F

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(33.1)	0.7	59.9	17.2	8.0
Net profit (%)	(67.9)	1.0	283.4	21.2	12.2
EPS (%)	(67.9)	1.0	283.2	21.2	12.2
Normalized profit (%)	(68.1)	6.2	265.3	21.4	12.2
Normalized EPS (%)	(68.2)	6.2	265.1	21.4	12.2
Dividend payout ratio (%)	211.2	209.2	50.0	60.0	70.0
Operating performance					
Gross margin (%)	37.7	37.7	46.1	46.8	47.6
Operating margin (%)	10.1	11.1	27.5	28.8	30.0
EBITDA margin (%)	20.0	20.6	33.3	34.0	35.1
Net margin (%)	9.9	10.6	23.7	24.5	25.4
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.5)
Interest coverage - EBIT (x)	9.7	11.5	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	19.3	21.4	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	4.8	5.7	20.6	21.6	21.5
ROE - using norm profit (%)	6.2	7.1	25.3	27.0	27.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	6.3	7.3	25.5	27.2	27.1
- asset turnover (x)	0.5	0.6	0.9	0.9	0.9
- operating margin (%)	12.1	13.3	28.8	30.0	31.4
- leverage (x)	1.3	1.3	1.2	1.3	1.3
- interest burden (%)	91.5	92.7	100.0	99.9	99.9
- tax burden (%)	89.1	85.9	82.2	81.5	81.0
WACC (%)	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
ROIC (%)	7.9	9.2	39.4	49.4	53.1
NOPAT (Bt m)	1,108	1,183	4,487	5,448	6,095
invested capital (Bt m)	12,912	11,374	11,032	11,484	12,282

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.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. Arabesque S-Ray (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)

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 Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

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.

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.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 an 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.

CG Report : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Below		N/A

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 88 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2211A, ADVANC16C2301A, ADVANC16C2302A, AMATA16C2212A, AOT16C2212A, AOT16C2302A, BANPU16C2212A, BANPU16C2302A, BBL16C2212A, BCH16C2211A, BGRIM16C2212A, BGRIM16C2301A, BGRIM16C2302A, BH16C2212A, BH16C2212B, BLA16C2212A, BLA16C2302A, BTS16C2301A, CBG16C2301A, CBG16C2301B, CBG16C2302A, COM716C2211A, COM716C2211B, COM716C2211C, COM716C2302A, CPALL16C2211A, CPN16C2301A, CRC16C2303A, DOHOME16C2301A, DOHOME16C2303A, DTAC16C2212A, EA16C2211A, EA16C2303A, ESSO16C2302A, FORTH16C2211A, GPSC16C2301A, GPSC16C2302A, GULF16C2301A, GULF16C2302A, GULF16C2302B, GUNKUL16C2301A, GUNKUL16C2302A, HANA16C2211A, HANA16C2301A, HANA16C2303A, IVL16C2211A, IVL16C2212A, IVL16C2301A, JMART16C2211A, JMART16C2303A, JMT16C2211A, JMT16C2302A, KBANK16C2211A, KBANK16C2301A, KBANK16C2302A, KCE16C2211A, KCE16C2301A, KCE16C2301B, KCE16C2302A, KTB16C2303A, KTC16C2211A, MINT16C2211A, MINT16C2301A, MINT16C2302A, MTC16C2212A, MTC16C2301A, PSL16C2212A, PTG16C2211A, PTTEP16C2212A, PTTEP16C2303A, SAWAD16C2211A, SAWAD16C2302A, SCB16C2211A, SCB16C2301A, SCGP16C2212A, SCGP16C2303A, SET5016C2212A, SET5016C2212B, SET5016C2212C, SET5016P2212A, SET5016P2212B, SINGER16C2212A, SPRC16C2212A, TIDLOR16C2212A, TOP16C2211A, TRUE16C2212A, TTA16C2211A, VGI16C2301A (underlying securities are (ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BBL, BCH, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, COM7, CPALL, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, FORTH, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTB, KTC, MINT, MTC, PSL, PTG, PTTEP, SAWAD, SCB, SCGP, SET50, SINGER, SPRC, TIDLOR, TOP, TTA, VGJ, TRUE)). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมกร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมกร่วมกันได้แก่นางอติวีณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ 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 นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Strategy, ประกัน, กระดาษ

จักร เรื่องสิทธิสัญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุณนาค

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรัชดา ศรทรง

Tel: 662-779-9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

Tel: 662-779-9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย

Tel: 662-779-9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ

Tel: 662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรคมป่ารุง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์

Tel: 662-779-9107

nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร

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