

BUY (Unchanged)

TP: Bt 35.00 (From: Bt 34.00)

9 JANUARY 2023

Change in Numbers

Upside : 15.7%

# Bangkok Dusit Medical (BDMS TB)

## ถูกที่ถูกเวลา

เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" BDMS ในฐานะเป็นหุ้นโรงพยาบาลคุณภาพสูง มีศักยภาพเพียงพอสำหรับการเติบโตในระยะยาว เกี่ยวพันกับการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์สูง ประสบการณ์การรักษาโควิด และมีความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้น เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้นในบทวิเคราะห์นี้



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 - 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

### หุ้นคุณภาพสูงที่อยู่ถูกที่ถูกเวลา

เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 35 บาท (จาก 34 บาท) 1) BDMS เป็นบริษัทที่ใหญ่ที่สุดซึ่งมีตำแหน่งทางการตลาดที่แข็งแกร่งมากในเกือบทุกกลุ่มของกลุ่มโรงพยาบาลที่กำลังเติบโต ซึ่งมีแนวโน้มระยะยาวที่สดใสมาก 2) BDMS ยังเป็นเครือข่ายโรงพยาบาลที่ใหญ่ที่สุดสำหรับการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์โดยมีโรงพยาบาล 47 แห่งในกรุงเทพฯ และจังหวัดท่องเที่ยว 3) การที่จีนกลับมาเปิดประเทศอาจก่อให้เกิดการระบอบของโควิดระลอกใหม่ในประเทศไทย ซึ่ง BDMS มีความพร้อมในการรองรับและได้รายได้พิเศษเพิ่มเติม 4) BDMS ไม่ได้อยู่ในช่วงลงทุนหนักอีกต่อไป และการเติบโตของบริษัท เป็นไปตามผลของการมี leverage ที่สูงและนำไปสู่การมี ROE ที่สูงเป็นประวัติการณ์ และ 5) ด้วยแนวโน้มธุรกิจที่แข็งแกร่งกว่าคาด เราจึงปรับกำไรขึ้น 10/7/6% ในปี 2022-24F

### มีความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้นทำสถิติใหม่

BDMS อยู่ในช่วงลงทุนหนักในปี 2011-17 โดยมีอัตราส่วนการลงทุนต่อยอดขายเฉลี่ยที่ 22% ด้วยโรงพยาบาล 56 แห่ง มีเตียงรองรับ 6,305 เตียง (2,308 เตียง ในปี 2010) และปัจจุบันอัตราการครองเตียงอยู่ที่ 76% และมีโอกาสที่จะขยายตัวไปอีก รอบการลงทุนหนักของ BDMS ได้สิ้นสุดลงแล้ว BDMS มีแผนที่จะขยายเตียงเพียง 2% ต่อปี และเราคาดว่างบลงทุนจะอยู่ที่ 7.3 พันลบ.ต่อปี ในปี 2023-27 (หรืออัตราส่วนการลงทุนต่อยอดขายที่ 7%) เราคาดว่ารอบการลงทุนที่ลดลง, อัตราการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น, การรักษาโรคซับซ้อนเพิ่มขึ้น และสัดส่วนผู้ป่วยต่างชาติที่เพิ่มขึ้น, ผลกระทบจาก operating leverage และการปรับปรุงประสิทธิภาพ จะทำให้ EBIT margin, ROA และ ROE สูงขึ้น แม้จะเป็นบริษัทที่มีสถานะเป็นเงินสดสุทธิก็ตาม เราคาดว่า EBIT margin, ROA และ ROE จะเพิ่มขึ้นจาก 9.9/7.1/12.2% ในปี 2019 เป็น 13.8/9.4/14.3% ในปี 2023F และ 15.2/11.0/16.4% ในปี 2025F

### ได้แรงหนุนจากการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์

BDMS เป็นผู้ได้ประโยชน์หลักจากการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์ของไทย จากการมีผู้ป่วยต่างชาติที่เป็นโรคภัยแรงและนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ต้องการรักษาพยาบาลในสัดส่วนที่สูง โรงพยาบาล 9 แห่ง ของ BDMS ในกรุงเทพฯ และ 6 โรงพยาบาลในจังหวัดท่องเที่ยวรองรับผู้ป่วยต่างชาติที่เป็นโรคภัยแรง และมีอีก 12 และ 20 แห่ง ในกรุงเทพฯ และในจังหวัดท่องเที่ยวสำหรับรองรับการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์ทั่วไป เราคาดว่ารายได้ผู้ป่วยต่างชาติในปี 2022F อยู่ที่ 20.9 พันลบ. (24% ของรายได้รวม) คิดเป็น 87% ของรายได้ผู้ป่วยต่างชาติในปี 2019 ที่ 24.1 พันลบ. (30% ของรายได้) เราคาดว่ารายได้จะเพิ่มขึ้นเป็น 26.6 พันลบ. ในปี 2024F หรือ 110% ของระดับก่อนโควิด

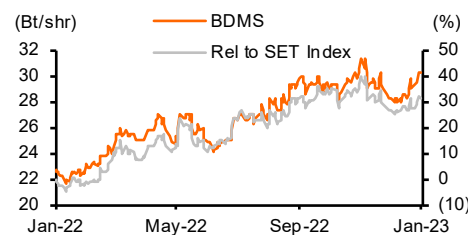
### PE ต่ำไปในมุมมองของเรา

BDMS ซื้อขายที่ 37.5 เท่า 2023F PE เทียบกับเฉลี่ย 5 ปีก่อนโควิดที่ 40.3 เท่า เราเชื่อว่าไม่เหมาะสม ซึ่งอาจเป็นเพราะตลาดกังวลต่อกำไรพิเศษจากบริการโควิดที่ลดลง เราสมมติให้ไม่มีรายได้พิเศษจากโควิดในปี 2023F และด้วย ROE ที่สูงขึ้นที่ 14.3% เทียบกับ 12.2% ในปี 2019 เรามองว่ามีโอกาสที่ BDMS จะถูก re-rate กลับมา ราคาเป้าหมายปี 2023F ที่ 35.0 บาท คิดเป็น forward PE ที่ 38.0 เท่าในปี 2024F

### COMPANY VALUATION

| Y/E Dec (Bt m)    | 2021A  | 2022F  | 2023F  | 2024F   |
|-------------------|--------|--------|--------|---------|
| Sales             | 71,541 | 88,551 | 92,904 | 100,603 |
| Net profit        | 7,936  | 12,449 | 12,833 | 14,626  |
| Consensus NP      | —      | 11,783 | 12,650 | 13,821  |
| Diff frm cons (%) | —      | 5.7    | 1.4    | 5.8     |
| Norm profit       | 7,936  | 12,449 | 12,833 | 14,626  |
| Prev. Norm profit | —      | 11,349 | 12,000 | 13,822  |
| Chg frm prev (%)  | —      | 9.7    | 6.9    | 5.8     |
| Norm EPS (Bt)     | 0.5    | 0.8    | 0.8    | 0.9     |
| Norm EPS grw (%)  | 31.3   | 56.9   | 3.1    | 14.0    |
| Norm PE (x)       | 60.6   | 38.6   | 37.5   | 32.9    |
| EV/EBITDA (x)     | 34.9   | 25.0   | 24.2   | 21.6    |
| P/BV (x)          | 5.7    | 5.5    | 5.3    | 5.0     |
| Div yield (%)     | 1.5    | 1.9    | 2.0    | 2.3     |
| ROE (%)           | 9.2    | 14.5   | 14.3   | 15.6    |
| Net D/E (%)       | 3.5    | 5.2    | (1.7)  | (6.6)   |

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

|                             |                              |
|-----------------------------|------------------------------|
| Price as of 9-Jan-23 (Bt)   | 30.25                        |
| Market Cap (US\$ m)         | 14,335.3                     |
| Listed Shares (m shares)    | 15,892.0                     |
| Free Float (%)              | 68.3                         |
| Avg Daily Turnover (US\$ m) | 38.9                         |
| 12M Price H/L (Bt)          | 31.25/21.60                  |
| Sector                      | Health Care                  |
| Major Shareholder           | Prasartthongsot Family 17.9% |

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

### ESG Summary Report ..... P8

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

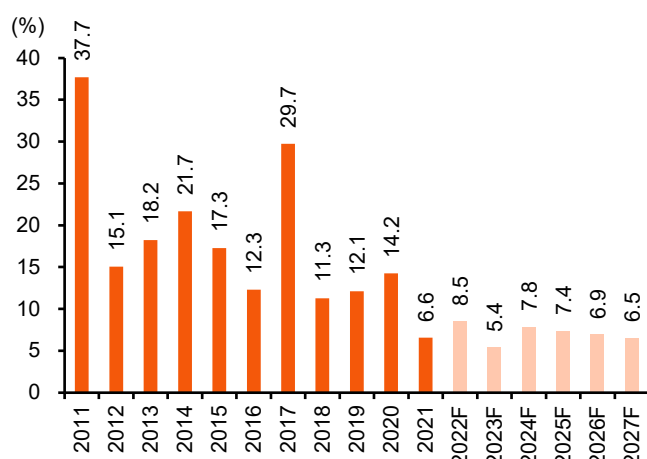


## Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

|   | 2019      | 2020      | 2021      | 2022F      | 2023F      | 2024F      |
|---|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| <b>Thai patients - OPD (people/year)</b>    |           |           |           |            |            |            |
| - New                                       | 9,519,200 | 8,545,380 | 6,833,895 | 10,114,165 | 10,923,298 | 11,469,463 |
| - Old                                       |           |           |           | 8,200,674  | 8,938,735  | 9,475,059  |
| - Change (%)                                |           |           |           | 23.3       | 22.2       | 21.0       |
| <b>Thai patients - IPD (people/year)</b>    |           |           |           |            |            |            |
| - New                                       | 473,438   | 341,153   | 216,607   | 418,051    | 459,856    | 482,849    |
| - Old                                       | 341,152   | 341,153   | 216,607   | 314,080    | 376,896    | 414,585    |
| - Change (%)                                |           |           |           | 33.1       | 22.0       | 16.5       |
| <b>Foreign patients - OPD (people/year)</b> |           |           |           |            |            |            |
| - New                                       | 1,488,470 | 932,575   | 987,325   | 1,461,241  | 1,548,915  | 1,595,383  |
| - Old                                       |           |           |           | 1,431,621  | 1,546,151  | 1,592,535  |
| - Change (%)                                |           |           |           | 2.1        | 0.2        | 0.2        |
| <b>Foreign patients - IPD (people/year)</b> |           |           |           |            |            |            |
| - New                                       | 63,922    | 35,877    | 38,548    | 57,821     | 66,495     | 70,484     |
| - Old                                       |           |           |           | 56,665     | 62,331     | 66,071     |
| - Change (%)                                |           |           |           | 2.0        | 6.7        | 6.7        |
| <b>Gross margin (%)</b>                     |           |           |           |            |            |            |
| - New                                       | 31.8      | 28.8      | 30.9      | 33.8       | 34.0       | 34.5       |
| - Old                                       |           |           |           | 33.0       | 33.7       | 34.5       |
| - Change (pp)                               |           |           |           | 0.7        | 0.3        | -          |
| <b>Normalized profit (Bt m)</b>             |           |           |           |            |            |            |
| - New                                       | 9,422     | 6,045     | 7,936     | 12,449     | 12,833     | 14,626     |
| - Old                                       |           |           |           | 11,349     | 12,000     | 13,822     |
| - Change (%)                                |           |           |           | 9.7        | 6.9        | 5.8        |

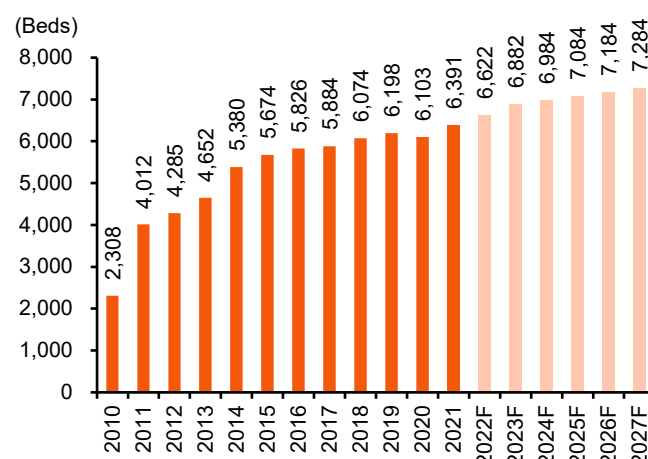
Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 2: Cost-To-Sales Ratio And Capex



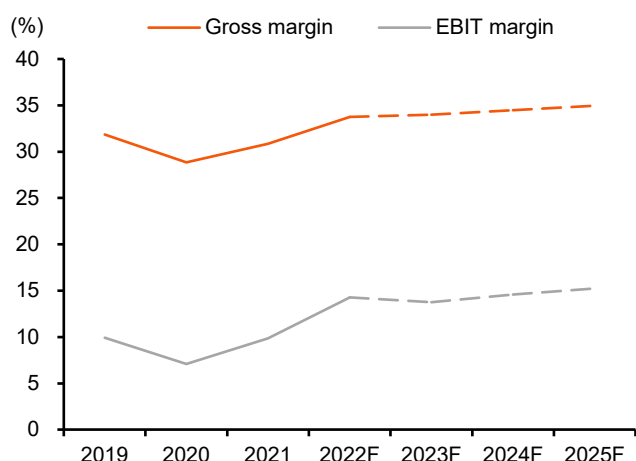
Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 3: Bed Capacity



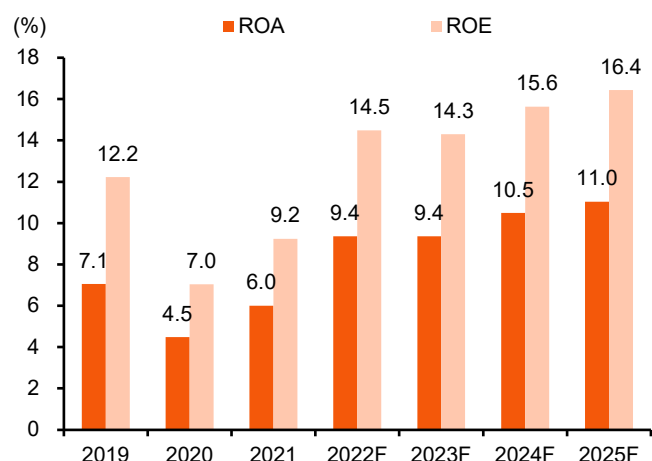
Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 4: Gross Margin And EBIT Margin



Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 5: ROA And ROE



Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 6: Capacity Expansions

| New hospitals                       | Bed capacity | Opening year |
|-------------------------------------|--------------|--------------|
| Bangkok Udon                        | 142          | 2022         |
| Paolo Chokchai 4 – Premium          | 59           | 2022         |
| Paolo Chokchai 4 – Social Security  | 30           | 2022         |
| Bangkok Rayong Cancer               | -            | 2023         |
| Phyathai Sriracha – Social Security | 100          | 2023         |
| Phyathai 1                          | 160          | 2023         |
| Samitivej International Children    | 102          | 2024         |
| Bangkok Rayong – Pluakdaeng         | 200          | 2025-26      |
| Expansion of existing hospitals     | n.a.         | 2025-26      |

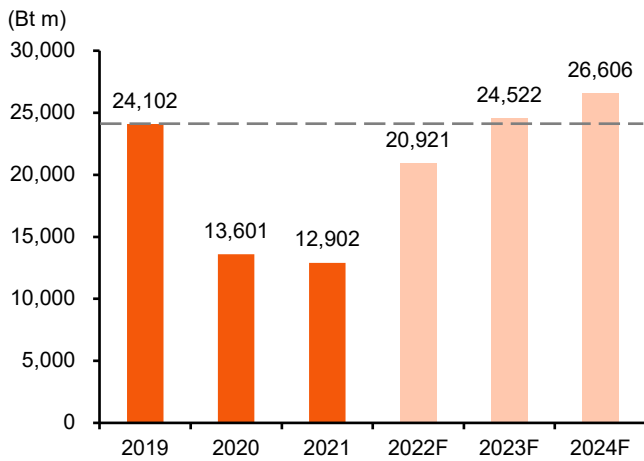
Source: Company data

## Ex 7: BDMS's Portfolio Locations

| Provinces           | # of hospitals | Provinces               | # of hospitals |
|---------------------|----------------|-------------------------|----------------|
| <b>Thailand</b>     |                |                         | <b>54</b>      |
| <b>Main cities</b>  | <b>47</b>      | <b>Secondary cities</b> | <b>7</b>       |
| Bangkok             | 21             | Chanthaburi             | 1              |
| Prachuap Khiri Khan | 1              | Phitsanulok             | 1              |
| Petchaburi          | 1              | Chiang Rai              | 1              |
| Chonburi            | 6              | Udonthani               | 1              |
| Rayong              | 2              | Ratchaburi              | 1              |
| Chiang Mai          | 1              | Trat                    | 2              |
| Nakhon Ratchasima   | 2              |                         |                |
| Khon Kaen           | 1              |                         |                |
| Phuket              | 3              |                         |                |
| Pathum Thani        | 1              |                         |                |
| Samutprakarn        | 2              |                         |                |
| Songkhla            | 1              |                         |                |
| Surat Thani         | 3              |                         |                |
| Nakornpathom        | 2              |                         |                |
| <b>Cambodia</b>     |                |                         | <b>2</b>       |
| <b>Total</b>        |                |                         | <b>56</b>      |

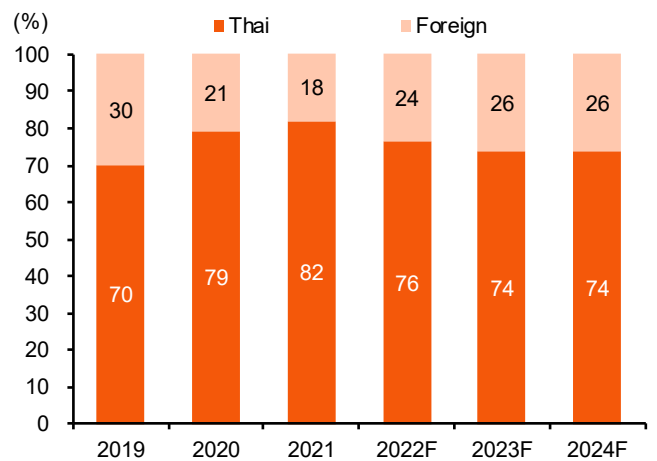
Source: Company data

**Ex 8: Foreign Patient Revenue**



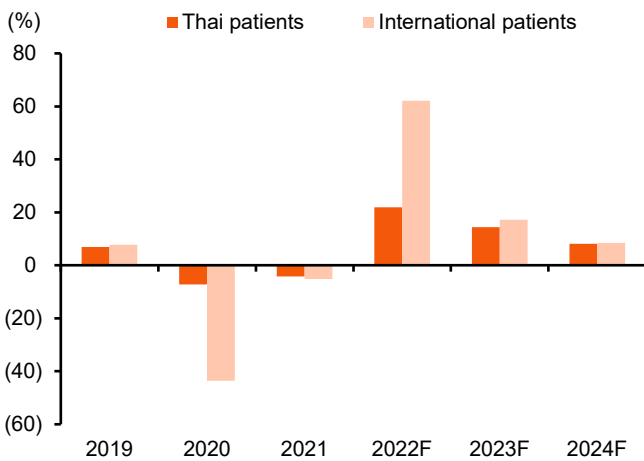
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 9: Revenue Mix**



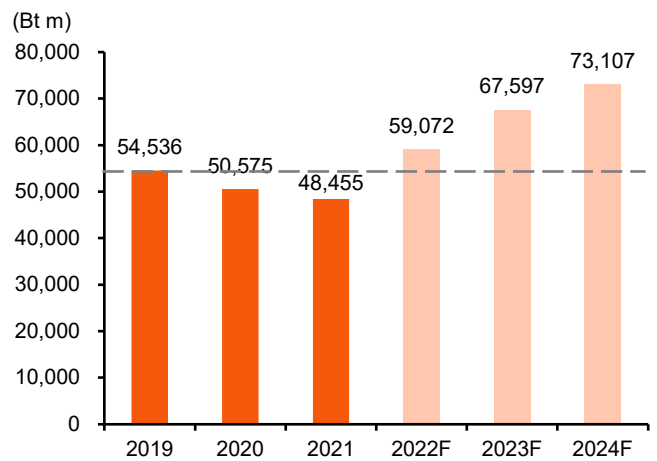
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 10: Thai And International Patient Revenue Growth**



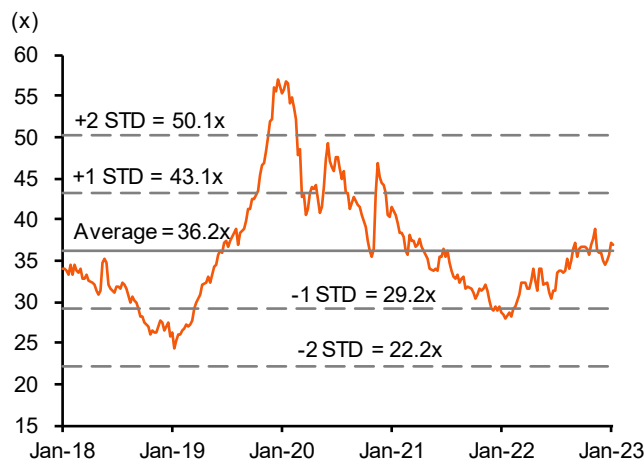
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 11: Thai Patient Revenue**



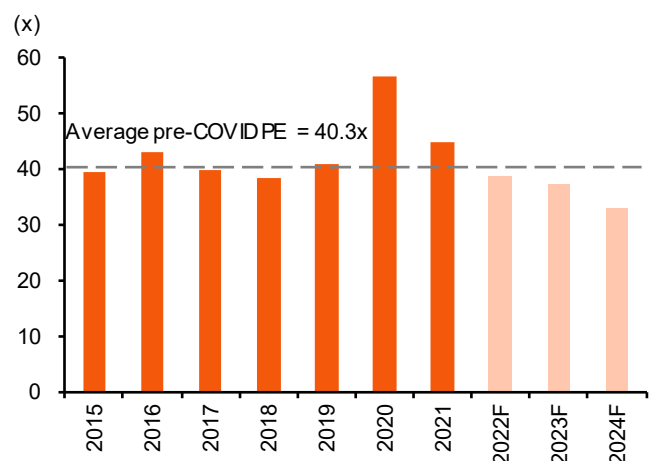
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 12: STD PE**



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 13: Forward PE**



Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 14: 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 | 19,515       | 21,675 | 23,654 | 25,381 | 27,151 | 29,116 | 31,123 | 33,031 | 35,063 | 37,228 | 39,534 | —              |
| Free cash flow                       | 16,693       | 15,599 | 17,653 | 19,080 | 20,151 | 15,479 | 29,596 | 31,497 | 33,517 | 35,665 | 37,952 | 790,665        |
| PV of free cash flow                 | 16,647       | 13,900 | 14,649 | 14,879 | 14,766 | 10,657 | 19,147 | 19,148 | 18,388 | 18,301 | 18,218 | 379,540        |
| Risk-free rate (%)                   | 2.5          |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| Market risk premium (%)              | 8.0          |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| Beta                                 | 0.6          |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| WACC (%)                             | 5.9          |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| Terminal growth (%)                  | 2.0          |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| Enterprise value -                   | 558,239      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| add investments                      |              |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| Net debt (end-2022F)                 | 4,839        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| Minority interest                    | 4,615        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| Equity value                         | 548,786      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| # of shares (m)                      | 15,892       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| <b>Equity value/share (Bt)</b>       | <b>35.00</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

### Ex 15: Valuation Comparison With Regional Peers

| Name                        | BBG code | Country     | Market Cap<br>(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   | 10,473                 | 19.3        | 29.8         | 47.6        | 36.7        | 3.7        | 3.6        | 13.7        | 12.6        | 1.6        | 1.8        |
| Guangzhou Pharmaceutical    | 874 HK   | Hong Kong   | 6,795                  | 2.3         | 4.7          | 9.5         | 9.1         | 1.1        | 1.0        | 7.8         | 7.7         | 3.0        | 3.0        |
| Lijun Int'l Pharmaceutical  | 2005 HK  | Hong Kong   | 1,931                  | 50.1        | 17.4         | 13.0        | 11.1        | 2.2        | 1.9        | 9.0         | 7.9         | 3.3        | 3.4        |
| Apollo Hospitals Enterprise | APHS IN  | India       | 7,684                  | (12.5)      | 5.8          | 68.5        | 64.8        | 11.2       | 9.8        | 29.0        | 29.0        | 0.2        | 0.2        |
| Fortis Healthcare India     | FORH IN  | India       | 2,647                  | (33.1)      | 40.9         | 58.8        | 41.7        | 3.3        | 3.2        | 21.3        | 20.5        | 0.0        | 0.0        |
| KPJ Healthcare              | KPJ MK   | Malaysia    | 983                    | 168.9       | 21.9         | 30.9        | 25.4        | 2.0        | 1.9        | 12.2        | 11.3        | 1.7        | 2.1        |
| IHH Healthcare Bhd          | IHH MK   | Malaysia    | 12,240                 | (16.8)      | 19.6         | 36.2        | 30.2        | 2.1        | 2.0        | 15.7        | 14.6        | 1.0        | 1.0        |
| Ryman                       | RYM NZ   | New Zealand | 1,802                  | na          | 24.5         | 12.2        | 9.8         | 0.8        | 0.7        | 15.8        | 12.7        | 3.5        | 3.8        |
| Raffles Medical Group       | RFMD SP  | Singapore   | 1,961                  | 28.6        | (8.6)        | 24.3        | 26.6        | 2.6        | 2.5        | 12.9        | 14.1        | 2.1        | 2.0        |
| Bangkok Chain Hospital *    | BCH TB   | Thailand    | 1,621                  | (39.0)      | (59.1)       | 13.0        | 31.9        | 3.9        | 3.8        | 8.5         | 16.0        | 3.0        | 1.6        |
| Bangkok Dusit Medical *     | BDMS TB  | Thailand    | 14,335                 | 56.9        | 3.1          | 38.6        | 37.5        | 5.5        | 5.3        | 25.0        | 24.2        | 1.9        | 2.0        |
| Bumrungrad Hospital *       | BH TB    | Thailand    | 5,310                  | 265.1       | 21.4         | 38.3        | 31.5        | 9.1        | 8.0        | 25.7        | 21.2        | 1.3        | 1.9        |
| Chularat Hospital *         | CHG TB   | Thailand    | 1,253                  | (30.4)      | (51.3)       | 14.4        | 29.5        | 5.1        | 5.3        | 10.5        | 19.9        | 5.6        | 2.9        |
| Ladprao General Hospital *  | LPH TB   | Thailand    | 120                    | (27.2)      | (44.1)       | 11.9        | 21.3        | 2.2        | 2.2        | 7.8         | 11.2        | 6.3        | 3.5        |
| Praram 9 Hospital *         | PR9 TB   | Thailand    | 469                    | 101.6       | 2.2          | 31.3        | 30.6        | 3.4        | 3.2        | 15.8        | 15.3        | 1.4        | 1.5        |
| Rajthanee Hospital *        | RJH TB   | Thailand    | 273                    | 8.1         | (59.3)       | 8.4         | 20.6        | 4.1        | 4.5        | 6.5         | 14.5        | 9.6        | 3.6        |
| Ratchaphruek Hospital *     | RPH TB   | Thailand    | 100                    | (26.2)      | (52.4)       | 11.3        | 23.7        | 1.9        | 1.9        | 6.8         | 11.4        | 5.3        | 3.2        |
| Thonburi Healthcare Group*  | THG TB   | Thailand    | 1,731                  | 2.4         | (44.7)       | 41.4        | 74.9        | 5.9        | 6.0        | 23.7        | 32.4        | 1.5        | 0.8        |
| <b>Average</b>              |          |             |                        | <b>30.5</b> | <b>(7.1)</b> | <b>28.3</b> | <b>30.9</b> | <b>3.9</b> | <b>3.7</b> | <b>14.9</b> | <b>16.5</b> | <b>2.9</b> | <b>2.1</b> |

Source: Bloomberg

Note: \* Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 9 Jan 2023 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด (มหาชน) ก่อตั้งเมื่อปี 1969 และเปิดดำเนินงานโรงพยาบาลเอกชนเป็นครั้งแรกในนาม “โรงพยาบาลกรุงเทพ” ในปี 1972 ปัจจุบัน BDMS เป็นผู้ประกอบการโรงพยาบาลเอกชนรายใหญ่ที่สุดในประเทศไทยในแง่ของรายได้ผู้ป่วย และมูลค่าตามราคาตลาด โดยบริษัทฯ เน้นเจาะตลาดในกรุงเทพฯ และตลาดที่มีอัตราการเติบโตสูงทั่วประเทศ

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

### S — Strength

- เนื่องจาก BDMS ดำเนินงานบริหารโรงพยาบาล 54 แห่ง ทั่วประเทศ (รวมทั้งกลุ่มพญาไท และเปาโล) และสองโรงพยาบาลในกัมพูชา จึงมีการกระจายความเสี่ยงของรายได้
- งบดุลค่อนข้างแข็งแกร่ง และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสุทธิที่ต่ำจะเพิ่มความสามารถในการขยายธุรกิจ และเข้าซื้อกิจการ

### O — Opportunity

- รายได้ที่เพิ่มขึ้นทำให้ประชาชนสามารถจับจ่ายใช้สอยมากขึ้นเพื่อให้ได้รับการบริการด้านสุขภาพที่มีคุณภาพดีขึ้นจากโรงพยาบาลเอกชน
- ประชากรสูงอายุต้องการการรักษายาพยาบาลที่มีความซับซ้อนมากขึ้น
- ประเทศไทยเป็นประเทศที่มีอัตราการรักษายาพยาบาลที่ต่ำและมีคุณภาพการรักษายาพยาบาลที่สูงสำหรับการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์

## CONSENSUS COMPARISON

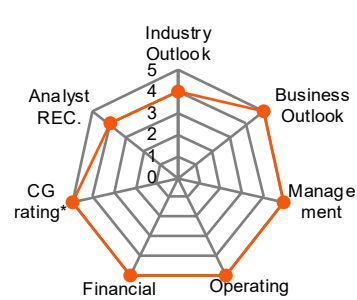
|                       | Consensus | Thanachart | Diff    |
|-----------------------|-----------|------------|---------|
| Target price (Bt)     | 33.11     | 35.00      | 6%      |
| Net profit 22F (Bt m) | 11,783    | 12,449     | 6%      |
| Net profit 23F (Bt m) | 12,650    | 12,833     | 1%      |
| Consensus REC         | BUY: 20   | HOLD: 6    | SELL: 1 |

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรและราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อแนวโน้มการเติบโตในระยะสั้นและยาวของ BDMS

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

- เนื่องจากค่าเสื่อมราคามีสัดส่วนราว 9.5% ของรายได้ในปี 2021 กำไรของ BDMS จึงมีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของรายได้ และสถานะเศรษฐกิจ

### T — Threat

- การแข่งขันเพิ่มขึ้นจากคู่แข่งในภูมิภาค อย่างเช่นโรงพยาบาลในประเทศสิงคโปร์
- การชะลอตัวของเศรษฐกิจ
- ความเสี่ยงด้านการเมือง และนโยบายของภาครัฐ
- ภัยธรรมชาติ และการระบาดของโรค

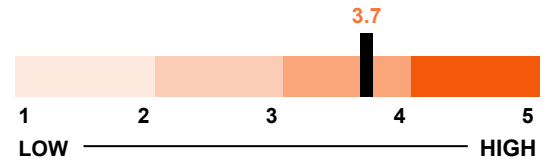
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ผลประกอบการของโรงพยาบาลใหม่อาจให้ผลตอบแทนต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ หากมีการแข่งขันที่มากขึ้นระหว่างโรงพยาบาลเอกชนเดิมที่อยู่ในอุตสาหกรรมหรือผู้ประกอบการรายใหม่
- จำนวนผู้ป่วยชาวไทยและต่างชาติต่ำกว่าที่เราคาดไว้
- หาก BDMS Wellness Clinic และ BDMS Silver Wellness & Residence ใช้เวลาในการกลับมาทำกำไรต่ำกว่าที่เราคาด
- หาก Adjusted Relative Weight (RW) ภายใต้โครงการประกันสังคมลดลงจะส่งผลกระทบต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

BDMS เป็นหนึ่งในบริษัทในประเทศไทยที่ให้ความสำคัญกับประเด็น ESG เป็นอย่างมาก รายงาน ESG ของบริษัทฯ อธิบายเป้าหมายและแผนเกี่ยวกับ ESG อย่างชัดเจน เราให้คะแนน ESG สำหรับ BDMS ค่อนข้างสูงที่ 3.7 ด้วยมุ่งเน้นที่นวัตกรรมดิจิทัลและการแพทย์ เราคาดว่าคะแนน ESG จะดีขึ้นในอนาคต

Thanachart ESG Rating



|             | SETTHSI    | THSI       | DJSI       | Arabesque      |               | S&P               |                | Moody's     | CG Rating  |
|-------------|------------|------------|------------|----------------|---------------|-------------------|----------------|-------------|------------|
|             | Index      | Index      | Index      | MSCI (CCC-AAA) | S-Ray (0-100) | Refinitiv (0-100) | Global (0-100) |             |            |
| <b>BDMS</b> | <b>YES</b> | <b>YES</b> | <b>YES</b> | <b>AA</b>      | <b>60.54</b>  | <b>57.99</b>      | <b>65.50</b>   | <b>34.0</b> | <b>5.0</b> |

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

- BDMS มีโรงพยาบาลในเครือซึ่งลักษณะธุรกิจไม่ก่อให้เกิด CO2 หรือปัญหาสิ่งแวดล้อมอื่นๆ มากนัก รายงานการเกิดก๊าซเรือนกระจก (GHG) เพียง 104,610 ตันของ CO2 และความเข้มข้น 52.2 กก. ต่อการเข้าพัก 1 คืนของผู้ป่วยในปี 2021
- BDMS มีกิจกรรมและแผนงานมากมายเพื่อลดการปล่อยมลพิษไปอีก บริษัทฯ ได้ติดตั้งแผงโซลาร์เซลล์ในโรงพยาบาลบางแห่ง โครงการประหยัดค่าไฟฟ้า และลดการใช้กระดาษของบริษัทฯ คาดว่าจะช่วยลด CO2 ได้เท่ากับ 524 ตัน ในปีที่ผ่านมา
- BDMS เข้าร่วมโครงการ Care the Bear ของ SET เพื่อลดการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศโดยใช้ระบบขนส่งสาธารณะมากขึ้น ลดการใช้กระดาษและพลาสติก ห้ามใช้ผลิตภัณฑ์ที่ทำจากโฟม ลดการใช้ไฟฟ้า รีไซเคิลวัสดุตกแต่ง และไม่มีเศษอาหารเหลือทิ้ง
- BDMS มีโครงการตรวจสอบและปล่อย GHG จากทุกกิจกรรมของโรงพยาบาลกรุงเทพ สำนักงานใหญ่ บริษัทฯ ตั้งเป้าหมายลดการเก็บรวบรวมข้อมูลและตรวจสอบการปล่อย GHG ไปยังทุกโรงพยาบาลในอนาคต

**ด้านสังคม (SOCIAL)**

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- BDMS เชื่อว่าสวัสดิการพนักงานมีเหมาะสม และมีสภาพแวดล้อมในการทำงานที่ปลอดภัย อีกทั้งยังมอบทุนการศึกษาแก่แพทย์ พยาบาล และบุคลากรอื่นๆ อีกด้วย
- "BDMS Simulation Center" เป็นศูนย์ฝึกอบรมทักษะทางคลินิก ผ่านการจำลองสถานการณ์ทางการแพทย์เสมือนจริง "BDMS Tele-Simulation Network System" เป็นโปรแกรมการเรียนรู้นวัตกรรมสำหรับพนักงาน
- โรงพยาบาลทุกแห่งได้รับการรับรองโดย JCI และ/หรือ HA/Advance HA สำหรับการประเมินและการพัฒนาเพื่อความปลอดภัยสูงสุดของผู้ป่วย
- BDMS ได้ปรับเปลี่ยนบริการต่างๆ รวมถึง tele-medical เพื่อรับมือกับสถานการณ์โควิดได้อย่างมีประสิทธิภาพ และมีมาตรฐานการรักษาที่สูง คะแนนความพึงพอใจของผู้ป่วย โดยใช้แบบสำรวจมาตรฐานของสหรัฐอเมริกา อยู่ที่ 90% ในปี 2021
- BDMS ยกระดับการเข้าถึงบริการด้านสุขภาพและความรู้ด้านสุขภาพของสังคม ด้วยตั้งเป้าให้ความรู้ด้านการใช้ชีวิตและการปฐมพยาบาลสำหรับชุมชน 5,000 แห่ง

**ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)**

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- BDMS มีกรรมการบริษัท 18 คน (หญิง 2 คน และชาย 16 คน) โดยมีองค์ประชุมไม่ต่ำกว่า 2 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด
- BDMS มีนโยบายในการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินและข่าวสารทั่วไปแก่ผู้ถือหุ้น นักลงทุน นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ และประชาชนทั่วไปอย่างถูกต้อง เหมาะสม โปร่งใส และทันเวลา และเป็นไปตามกฎหมายและระเบียบที่เกี่ยวข้องกำหนด
- BDMS มีผู้ตรวจสอบภายในอิสระ และนโยบายการบริหารความเสี่ยง
- BDMS พัฒนานวัตกรรมบริการด้านสุขภาพ ผ่านวัฒนธรรมนวัตกรรมและความร่วมมือระดับโลก BDMS ผลักดันโครงการนวัตกรรมต่างๆ ผ่าน Startup Engagement ด้วยแนวคิด BDMS Smart Healthcare

Source: Thanachart, Company data

## INCOME STATEMENT

*Improving Thai and international patient numbers in 2022-24F*

| FY ending Dec (Bt m)              | 2020A         | 2021A         | 2022F         | 2023F         | 2024F         |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Sales                             | 65,166        | 71,541        | 88,551        | 92,904        | 100,603       |
| Cost of sales                     | 46,371        | 49,462        | 58,662        | 61,331        | 65,901        |
| <b>Gross profit</b>               | <b>18,795</b> | <b>22,079</b> | <b>29,889</b> | <b>31,572</b> | <b>34,702</b> |
| % gross margin                    | 28.8%         | 30.9%         | 33.8%         | 34.0%         | 34.5%         |
| Selling & administration expenses | 14,161        | 15,029        | 17,240        | 18,782        | 20,040        |
| <b>Operating profit</b>           | <b>4,634</b>  | <b>7,051</b>  | <b>12,649</b> | <b>12,791</b> | <b>14,661</b> |
| % operating margin                | 7.1%          | 9.9%          | 14.3%         | 13.8%         | 14.6%         |
| Depreciation & amortization       | 6,909         | 6,793         | 6,757         | 7,024         | 7,293         |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>11,543</b> | <b>13,844</b> | <b>19,407</b> | <b>19,815</b> | <b>21,955</b> |
| % EBITDA margin                   | 17.7%         | 19.4%         | 21.9%         | 21.3%         | 21.8%         |
| Non-operating income              | 3,935         | 4,250         | 4,287         | 4,423         | 4,724         |
| Non-operating expenses            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Interest expense                  | (871)         | (728)         | (633)         | (527)         | (407)         |
| <b>Pre-tax profit</b>             | <b>7,699</b>  | <b>10,573</b> | <b>16,303</b> | <b>16,688</b> | <b>18,979</b> |
| Income tax                        | 1,491         | 2,103         | 3,199         | 3,321         | 3,777         |
| <b>After-tax profit</b>           | <b>6,207</b>  | <b>8,469</b>  | <b>13,104</b> | <b>13,367</b> | <b>15,202</b> |
| % net margin                      | 9.5%          | 11.8%         | 14.8%         | 14.4%         | 15.1%         |
| Shares in affiliates' Earnings    | 273           | 21            | 40            | 46            | 52            |
| Minority interests                | (435)         | (554)         | (695)         | (580)         | (628)         |
| Extraordinary items               | 1,169         | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>NET PROFIT</b>                 | <b>7,214</b>  | <b>7,936</b>  | <b>12,449</b> | <b>12,833</b> | <b>14,626</b> |
| <b>Normalized profit</b>          | <b>6,045</b>  | <b>7,936</b>  | <b>12,449</b> | <b>12,833</b> | <b>14,626</b> |
| EPS (Bt)                          | 0.5           | 0.5           | 0.8           | 0.8           | 0.9           |
| Normalized EPS (Bt)               | 0.4           | 0.5           | 0.8           | 0.8           | 0.9           |

## BALANCE SHEET

*Low investment levels in 2022-24F*

| FY ending Dec (Bt m)            | 2020A          | 2021A          | 2022F          | 2023F          | 2024F          |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>ASSETS:</b>                  |                |                |                |                |                |
| Current assets:                 | 30,013         | 24,401         | 25,706         | 25,539         | 29,841         |
| Cash & cash equivalent          | 20,939         | 12,641         | 11,708         | 11,708         | 15,708         |
| Account receivables             | 7,192          | 9,131          | 11,160         | 10,945         | 11,025         |
| Inventories                     | 1,855          | 2,005          | 2,089          | 2,100          | 2,257          |
| Others                          | 27             | 624            | 749            | 786            | 851            |
| Investments & loans             | 1,542          | 1,600          | 3,633          | 3,633          | 3,633          |
| Net fixed assets                | 81,313         | 79,689         | 80,750         | 79,026         | 79,893         |
| Other assets                    | 23,182         | 22,763         | 27,480         | 28,219         | 29,000         |
| <b>Total assets</b>             | <b>136,050</b> | <b>128,454</b> | <b>137,569</b> | <b>136,417</b> | <b>142,366</b> |
| <b>LIABILITIES:</b>             |                |                |                |                |                |
| Current liabilities:            | 11,220         | 15,862         | 14,148         | 14,942         | 15,942         |
| Account payables                | 4,450          | 5,035          | 5,384          | 5,629          | 6,048          |
| Bank overdraft & ST loans       | 90             | 76             | 0              | 0              | 0              |
| Current LT debt                 | 107            | 3,100          | 83             | 50             | 45             |
| Others current liabilities      | 6,573          | 7,651          | 8,681          | 9,263          | 9,848          |
| <b>Total LT debt</b>            | <b>20,594</b>  | <b>12,496</b>  | <b>16,464</b>  | <b>10,011</b>  | <b>8,969</b>   |
| Others LT liabilities           | 12,773         | 12,331         | 14,292         | 14,867         | 15,901         |
| <b>Total liabilities</b>        | <b>44,588</b>  | <b>40,689</b>  | <b>44,904</b>  | <b>39,820</b>  | <b>40,813</b>  |
| Minority interest               | 3,553          | 3,920          | 4,615          | 5,195          | 5,823          |
| Preferreds shares               | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Paid-up capital                 | 1,589          | 1,589          | 1,589          | 1,589          | 1,589          |
| Share premium                   | 30,166         | 30,166         | 30,166         | 30,166         | 30,166         |
| Warrants                        | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Surplus                         | 8,880          | 9,141          | 9,141          | 9,141          | 9,141          |
| <b>Retained earnings</b>        | <b>47,275</b>  | <b>42,949</b>  | <b>47,154</b>  | <b>50,506</b>  | <b>54,835</b>  |
| Shareholders' equity            | 87,910         | 83,845         | 88,050         | 91,402         | 95,731         |
| <b>Liabilities &amp; equity</b> | <b>136,050</b> | <b>128,454</b> | <b>137,569</b> | <b>136,417</b> | <b>142,366</b> |

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT***Strong cash inflows stream, on our estimates*

| <b>FY ending Dec (Bt m)</b>       | <b>2020A</b>   | <b>2021A</b>    | <b>2022F</b>    | <b>2023F</b>    | <b>2024F</b>    |
|-----------------------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Earnings before tax               | 7,699          | 10,573          | 16,303          | 16,688          | 18,979          |
| Tax paid                          | (800)          | (2,803)         | (2,423)         | (3,514)         | (3,493)         |
| Depreciation & amortization       | 6,909          | 6,793           | 6,757           | 7,024           | 7,293           |
| Chg In working capital            | 106            | (1,504)         | (1,764)         | 449             | 183             |
| Chg In other CA & CL / minorities | (2,060)        | 1,033           | 151             | 785             | 288             |
| <b>Cash flow from operations</b>  | <b>11,854</b>  | <b>14,092</b>   | <b>19,024</b>   | <b>21,431</b>   | <b>23,250</b>   |
| Capex                             | (9,286)        | (4,697)         | (7,504)         | (5,000)         | (7,880)         |
| Right of use                      | (3,811)        | (19)            | (300)           | (300)           | (300)           |
| ST loans & investments            | 0              | (19)            | 19              | 0               | 0               |
| LT loans & investments            | 16,462         | (58)            | (2,033)         | 0               | 0               |
| Adj for asset revaluation         | 2,705          | 262             | 0               | 0               | 0               |
| Chg In other assets & liabilities | 6,880          | (477)           | (2,770)         | (165)           | 273             |
| <b>Cash flow from investments</b> | <b>12,951</b>  | <b>(5,008)</b>  | <b>(12,587)</b> | <b>(5,465)</b>  | <b>(7,907)</b>  |
| Debt financing                    | (3,638)        | (5,119)         | 874             | (6,486)         | (1,047)         |
| Capital increase                  | 0              | 0               | 0               | 0               | 0               |
| Dividends paid                    | (4,741)        | (12,738)        | (8,244)         | (9,481)         | (10,297)        |
| Warrants & other surplus          | (1,082)        | 475             | 0               | 0               | 0               |
| <b>Cash flow from financing</b>   | <b>(9,461)</b> | <b>(17,381)</b> | <b>(7,370)</b>  | <b>(15,966)</b> | <b>(11,344)</b> |
| <b>Free cash flow</b>             | <b>2,567</b>   | <b>9,394</b>    | <b>11,520</b>   | <b>16,431</b>   | <b>15,370</b>   |

**VALUATION***Inexpensive valuation, in our view*

| <b>FY ending Dec</b>                | <b>2020A</b> | <b>2021A</b> | <b>2022F</b> | <b>2023F</b> | <b>2024F</b> |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Normalized PE (x)                   | 79.5         | 60.6         | 38.6         | 37.5         | 32.9         |
| Normalized PE - at target price (x) | 92.0         | 70.1         | 44.7         | 43.3         | 38.0         |
| PE (x)                              | 66.6         | 60.6         | 38.6         | 37.5         | 32.9         |
| PE - at target price (x)            | 77.1         | 70.1         | 44.7         | 43.3         | 38.0         |
| EV/EBITDA (x)                       | 41.6         | 34.9         | 25.0         | 24.2         | 21.6         |
| EV/EBITDA - at target price (x)     | 48.2         | 40.4         | 28.9         | 28.0         | 25.0         |
| P/BV (x)                            | 5.5          | 5.7          | 5.5          | 5.3          | 5.0          |
| P/BV - at target price (x)          | 6.3          | 6.6          | 6.3          | 6.1          | 5.8          |
| P/CFO (x)                           | 40.6         | 34.1         | 25.3         | 22.4         | 20.7         |
| Price/sales (x)                     | 7.4          | 6.7          | 5.4          | 5.2          | 4.8          |
| Dividend yield (%)                  | 1.8          | 1.5          | 1.9          | 2.0          | 2.3          |
| FCF Yield (%)                       | 0.5          | 2.0          | 2.4          | 3.4          | 3.2          |
| <b>(Bt)</b>                         |              |              |              |              |              |
| Normalized EPS                      | 0.4          | 0.5          | 0.8          | 0.8          | 0.9          |
| EPS                                 | 0.5          | 0.5          | 0.8          | 0.8          | 0.9          |
| DPS                                 | 0.6          | 0.5          | 0.6          | 0.6          | 0.7          |
| BV/share                            | 5.5          | 5.3          | 5.5          | 5.8          | 6.0          |
| CFO/share                           | 0.7          | 0.9          | 1.2          | 1.3          | 1.5          |
| FCF/share                           | 0.2          | 0.6          | 0.7          | 1.0          | 1.0          |

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

2022-24F earnings look  
set to turn around

| FY ending Dec                    | 2020A  | 2021A  | 2022F  | 2023F  | 2024F  |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Growth Rate</b>               |        |        |        |        |        |
| Sales (%)                        | (18.2) | 9.8    | 23.8   | 4.9    | 8.3    |
| Net profit (%)                   | (53.5) | 10.0   | 56.9   | 3.1    | 14.0   |
| EPS (%)                          | (53.8) | 10.0   | 56.9   | 3.1    | 14.0   |
| Normalized profit (%)            | (35.8) | 31.3   | 56.9   | 3.1    | 14.0   |
| Normalized EPS (%)               | (36.3) | 31.3   | 56.9   | 3.1    | 14.0   |
| Dividend payout ratio (%)        | 121.2  | 90.1   | 75.0   | 75.0   | 75.0   |
| <b>Operating performance</b>     |        |        |        |        |        |
| Gross margin (%)                 | 28.8   | 30.9   | 33.8   | 34.0   | 34.5   |
| Operating margin (%)             | 7.1    | 9.9    | 14.3   | 13.8   | 14.6   |
| EBITDA margin (%)                | 17.7   | 19.4   | 21.9   | 21.3   | 21.8   |
| Net margin (%)                   | 9.5    | 11.8   | 14.8   | 14.4   | 15.1   |
| D/E (incl. minor) (x)            | 0.2    | 0.2    | 0.2    | 0.1    | 0.1    |
| Net D/E (incl. minor) (x)        | (0.0)  | 0.0    | 0.1    | (0.0)  | (0.1)  |
| Interest coverage - EBIT (x)     | 5.3    | 9.7    | 20.0   | 24.3   | 36.1   |
| Interest coverage - EBITDA (x)   | 13.3   | 19.0   | 30.6   | 37.6   | 54.0   |
| ROA - using norm profit (%)      | 4.5    | 6.0    | 9.4    | 9.4    | 10.5   |
| ROE - using norm profit (%)      | 7.0    | 9.2    | 14.5   | 14.3   | 15.6   |
| <b>DuPont</b>                    |        |        |        |        |        |
| ROE - using after tax profit (%) | 7.2    | 9.9    | 15.2   | 14.9   | 16.2   |
| - asset turnover (x)             | 0.5    | 0.5    | 0.7    | 0.7    | 0.7    |
| - operating margin (%)           | 13.2   | 15.8   | 19.1   | 18.5   | 19.3   |
| - leverage (x)                   | 1.6    | 1.5    | 1.5    | 1.5    | 1.5    |
| - interest burden (%)            | 89.8   | 93.6   | 96.3   | 96.9   | 97.9   |
| - tax burden (%)                 | 80.6   | 80.1   | 80.4   | 80.1   | 80.1   |
| WACC (%)                         | 5.9    | 5.9    | 5.9    | 5.9    | 5.9    |
| ROIC (%)                         | 3.6    | 6.4    | 11.7   | 11.0   | 13.1   |
| NOPAT (Bt m)                     | 3,737  | 5,648  | 10,167 | 10,245 | 11,744 |
| invested capital (Bt m)          | 87,762 | 86,876 | 92,889 | 89,756 | 89,038 |

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      | <b>LAGGARD:</b> A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks   |
| BB - BBB - A | <b>AVERAGE :</b> A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers |
| AA - AAA     | <b>LEADER:</b> 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](http://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

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ดูแลและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 54 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2301A, ADVANC16C2302A, AOT16C2302A, BANPU16C2303A, BANPU16C2302A, BGRIM16C2301A, BGRIM16C2302A, BH16C2304A, BH16C2303A, BLA16C2302A, BTS16C2301A, CBG16C2301B, CBG16C2302A, COM716C2302A, CPN16C2303A, CPN16C2301A, CRC16C2303A, DOHOME16C2301A, DOHOME16C2303A, EA16C2303A, ESSO16C2303A, ESSO16C2302A, GPSC16C2301A, GPSC16C2302A, GULF16C2301A, GULF16C2302A, GULF16C2302B, GUNKUL16C2301A, GUNKUL16C2302A, HANA16C2301A, HANA16C2303A, IVL16C2301A, JMART16C2303A, JMT16C2302A, KBANK16C2304A, KBANK16C2301A, KBANK16C2302A, KCE16C2303A, KCE16C2301A, KCE16C2301B, KCE16C2302A, KTB16C2303A, MINT16C2301A, MINT16C2302A, MTC16C2301A, PTTEP16C2303A, RCL16C2303A, SAWAD16C2302A, SCB16C2301A, SCGP16C2303A, SET5016P2303A, SET5016C2303A, VGI16C2301A (underlying securities are (ADVANC, AOT, BANPU, BBL, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, COM7, CPN, CRC, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTB, MINT, MTC, PTTEP, RCL, SAWAD, SCB, SCGP, SET50, VGI)). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ธนชาต จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล 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 หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอติวิณี ไตลัดจะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

## Thanachart Research Team

---

### หัวหน้าฝ่าย

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

### Strategy, ประกัน, กระดาษ

จักร เรื่องสินทรัพย์  
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, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุณนาค  
Tel: 662-483-8298  
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

### อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

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

สรชดา 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, แพลตฟอร์ม

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  
pattawan.wan@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรรมบำรุง  
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 คลั่งเปรมจิตต์  
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

### วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

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

### สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117  
sunset.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

---