BUY (Unchanged) | **TP: Bt 23.70** (From: Bt 20.50)

Change in Numbers | **Upside : 22.2%** | **8 SEPTEMBER 2023**

Small Cap Research

Bangkok Chain Hospital (BCH TB)

ได้เวลาเข้าซื้อ

SIRIPORN ARUNOTHAI
662 – 779 9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

เราเชื่อว่ากำไรของ BCH แตะจุดต่ำสุดแล้วใน 1Q23 และน่าจะมีแนวโน้มการฟื้นตัวจาก 2Q23 ต่อเนื่อง ปัจจัยผลักดันหลักคือผลขาดทุนที่ลดลงจากโรงพยาบาลใหม่ ผู้ป่วยชาวต่างชาติที่เพิ่มขึ้น และการดำเนินงานที่มีอยู่เติบโต เราคาดว่าการฟื้นตัวใน 2H23F จะเริ่มปลดล็อคราคาหุ้น "ซื้อ"

ถึงเวลาเข้าซื้อ

เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" BCH โดยคาดว่ากำไรที่จะฟื้นตัว 47% h-h และ 3% y-y ใน 2H23F เป็นปัจจัยผลักดัน โดยกำไรของ BCH แตะจุดต่ำสุดไปแล้วใน 1Q23 และเริ่มฟื้นตัวใน 2Q23 ด้วยเติบโต 12% q-q เราคาดว่าการเติบโต q-q จะยังคงต่อเนื่องไปใน 3Q23F ก่อนที่เติบโตทั้ง q-q และ y-y ใน 4Q23F เนื่องจากไม่มีฐานรายได้จากโควิดที่สูงใน 4Q22 อีกต่อไป ปัจจัยผลักดันมาจากการดำเนินงานหลัก รวมถึงการเติบโตของโรงพยาบาลที่มีอยู่ ผู้ป่วยชาวต่างชาติที่เพิ่มขึ้น และการขาดทุนที่ลดลงของ 3 โรงพยาบาลใหม่ เนื่องจากเราคาดว่า EPS จะเติบโต 25/15% ในปี 2024-25F เราจึงมองว่าการซื้อขายที่ PE ที่ 29.2 เท่า ในปี 2024F นั้นไม่แพง (เทียบกับค่าเฉลี่ยก่อนเกิดโควิด 5 ปีที่ 38 เท่า) แม้เราจะปรับลดกำไรลง 8/4/3% ในปี 2023-25F เพื่อสะท้อนถึงผลขาดทุนของโรงพยาบาลใหม่ที่มากกว่าคาด และต้นทุนที่สูงกว่าที่คาดในโรงพยาบาลที่มีอยู่ แต่เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" BCH และปรับมาใช้ราคาเป้าหมายปีฐาน 2024F ที่ 23.7 บาท (จากเดิม 20.50 บาท)

โรงพยาบาลที่มีอยู่แข็งแกร่ง

หากไม่รวมการปรับฐานรายได้โควิดที่หายไป และผลขาดทุนจากโรงพยาบาลใหม่ 3 แห่งแล้ว การดำเนินงานปกติของ BCH ยังคงแข็งแกร่ง รายได้จากผู้ป่วยเงินสดและบริการประกันสังคม (SSS) ใน 2Q23 สูงกว่าในช่วง 2Q19 ราว 34% และ 14% รายได้ผู้ป่วยเงินสดได้รับแรงหนุนจากปัจจัยสำคัญทั้งหมดทั้งจากจำนวนผู้ป่วย รายได้จากการรักษาโรคร้ายแรงและค่ารักษา ซึ่งได้แรงหนุนจากผู้ป่วยต่างชาติที่มีอัตรากำไรสูงที่เพิ่มขึ้นและบริการผู้ป่วยโรคร้ายแรงที่สูง (หัวใจ เบาหวาน ฯลฯ) ขณะที่รายได้ประกันสังคมได้แรงหนุนจากจำนวนผู้ประกันตนที่เพิ่มขึ้น และอัตราการเหมาะจ่ายที่เพิ่มขึ้น เราคาดว่ารายได้ผู้ป่วยเงินสด และประกันสังคมในโรงพยาบาลที่มีอยู่เดิมจะเติบโต 12/6/6% และ 11/4/1% ในปี 2023-25F

ผู้ป่วยต่างชาติฟื้นตัว

จำนวนผู้ป่วยต่างชาติของ BCH ฟื้นตัวขึ้นตามการกลับมาเปิดประเทศและการเปิดพรมแดนไทย-พม่าอีกครั้งที่แม่สาย จังหวัดเชียงราย ผู้ป่วยต่างชาติคิดเป็น 17% ของรายได้รวมใน 1H23 เทียบกับ 10% ใน 1H19 รายได้เพิ่มขึ้น 124% จากระดับ 1H19 เพิ่มขึ้นจากผู้ป่วยจากตะวันออกกลาง CLMV และจีน (ข้ามพรมแดน) ซึ่งเข้ามาใช้บริการศูนย์หัวใจ กระดูกและข้อ และการดูแลแผลเบาหวาน

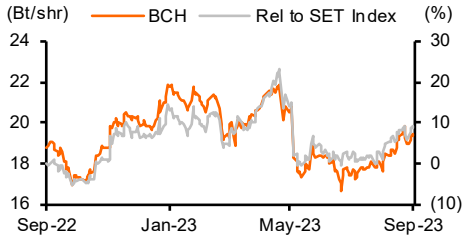
ขาดทุนจากโรงพยาบาลใหม่ลดลง

BCH เปิดโรงพยาบาลใหม่ 3 แห่งในระหว่างปี 2020-21 ได้แก่ โรงพยาบาลเกษมราษฎร์ อินเตอร์เนชั่นแนล (KIH) อรัญประเทศขนาด 51 เตียง โรงพยาบาลเกษมราษฎร์ ปราจีนบุรี ขนาด 115 เตียง และ KIH เวียงจันทน์ ประเทศลาว ขนาด 110 เตียง โรงพยาบาลเหล่านี้พลิกมาขาดทุนหลังสถานการณ์โควิด-19 คลี่คลาย อย่างไรก็ตามการดำเนินงานเริ่มดีขึ้นใน 2Q23 ด้วยมีศูนย์การแพทย์ที่เพิ่มมากขึ้น การขยายเครือข่ายผู้ป่วยผ่านระบบส่งต่อผู้ป่วยและกิจกรรมทางการตลาด เราคาดว่าผลขาดทุนจะลดลงจาก 372 ลบ. ในปี 2023F เป็น 212/125/34 ลบ. ในปี 2024-26F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	18,827	11,794	12,640	13,337
Net profit	3,039	1,328	1,658	1,900
Consensus NP	—	1,476	1,728	1,949
Diff frm cons (%)	—	*(10.0)*	*(4.0)*	*(2.5)*
Norm profit	3,941	1,328	1,658	1,900
Prev. Norm profit	—	1,446	1,727	1,959
Chg frm prev (%)	—	*(8.1)*	*(4.0)*	*(3.0)*
Norm EPS (Bt)	1.6	0.5	0.7	0.8
Norm EPS grw (%)	(42.4)	(66.3)	24.8	14.6
Norm PE (x)	12.3	36.4	29.2	25.5
EV/EBITDA (x)	7.9	17.9	15.4	13.8
P/BV (x)	3.9	3.9	3.7	3.5
Div yield (%)	4.1	1.6	2.1	2.4
ROE (%)	31.0	10.7	13.0	14.0
Net D/E (%)	9.1	(0.8)	(1.9)	(8.9)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 8-Sep-23 (Bt)	19.40
Market Cap (US$ m)	1,361.5
Listed Shares (m shares)	2,493.7
Free Float (%)	50.0
Avg Daily Turnover (US$ m)	6.2
12M Price H/L (Bt)	21.90/16.70
Sector	Health Care
Major Shareholder	Harnphanich Family 50%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

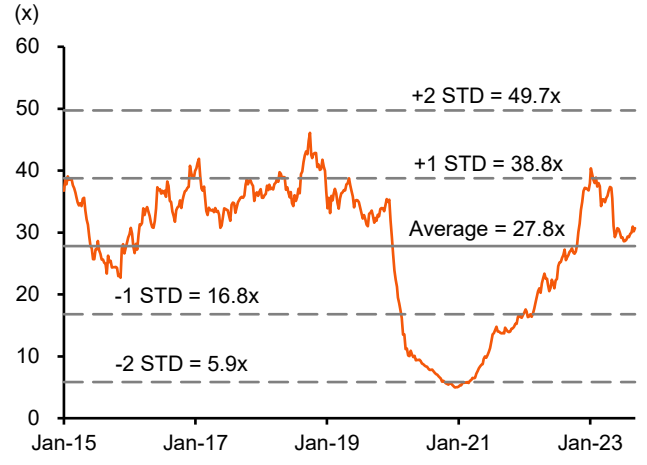
Thanachart Securities

Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Loss from new hospitals (Bt m)							
- New	—	—	—	—	(372)	(212)	(125)
- Old					(295)	(206)	(121)
- Change (%)					*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*
SG&A to sales (%)							
- New	13.9	13.6	6.9	10.3	15.7	14.9	14.7
- Old					13.6	13.1	13.0
- Change (ppt)					*2.1*	*1.7*	*1.7*
Normalized profit (Bt m)							
- New	1,135	1,229	6,846	3,941	1,328	1,658	1,900
- Old					1,446	1,727	1,959
- Change (%)					*(8.1)*	*(4.0)*	*(3.0)*

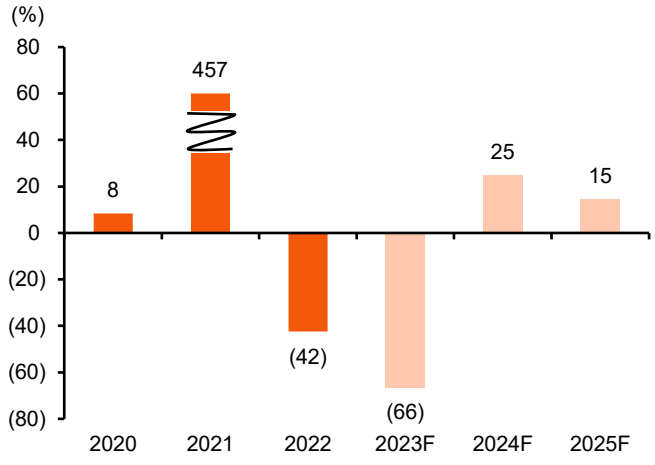
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Inexpensive Valuation



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 3: Earnings Return To Growth Next Year



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2024F

(Bt m)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	3,115	3,412	3,655	3,878	4,169	4,453	4,755	5,064	5,387	5,724	6,128	—
Free cash flow	1,634	1,901	2,082	2,709	2,964	3,192	3,439	3,683	3,933	4,195	4,465	84,377
PV of free cash flow	1,634	1,663	1,704	2,074	2,122	2,138	2,154	2,080	2,068	2,054	2,036	38,468

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	0.6
WACC (%)	6.4
Terminal growth (%)	2.0
Enterprise value	**60,194**
Net debt (end-2023F)	(104)
Minority interest	1,135
Equity value	59,164
# of shares (m)	2,494
Equity value/share (Bt)	**23.7**

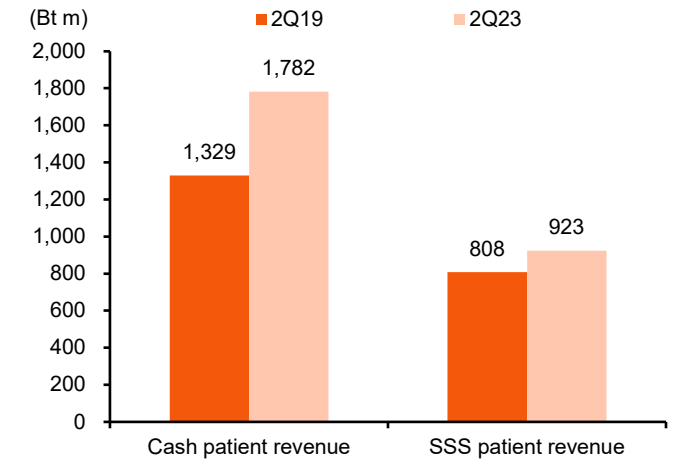
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: BCH's Existing Hospitals And Clinic

Names	Types	# Beds	Locations
World Medical Hospital	Hospital	150	Nonthaburi
Kasemrad International Hospital Rattanatibeth	Hospital	133	Nonthaburi
Kasemrad Hospital Bangkae	Hospital	311	Bangkok
Kasemrad Hospital Sriburin	Hospital	120	Chiang Rai
Kasemrad Sriburin Chiang Saen Clinic	Clinic	—	Chiang Rai
Kasemrad Hospital Mae Sai	Hospital	30	Chiang Rai
Kasemrad Hospital Saraburi	Hospital	200	Saraburi
Kasemrad Hospital Prachachuen	Hospital	371	Bangkok
Kasemrad Hospital Rattanatibeth	Hospital	119	Nonthaburi
Kasemrad Hospital Chachoengsao	Hospital	100	Chachoengsao
Kasemrad Hospital Ramkhamhaeng	Hospital	139	Bangkok
Kasemrad Hospital Pathumthani	Hospital	200	Pathum Thani
Kasemrad Hospital Ayutthaya	Hospital	105	Ayutthaya
Total		**1,978**	

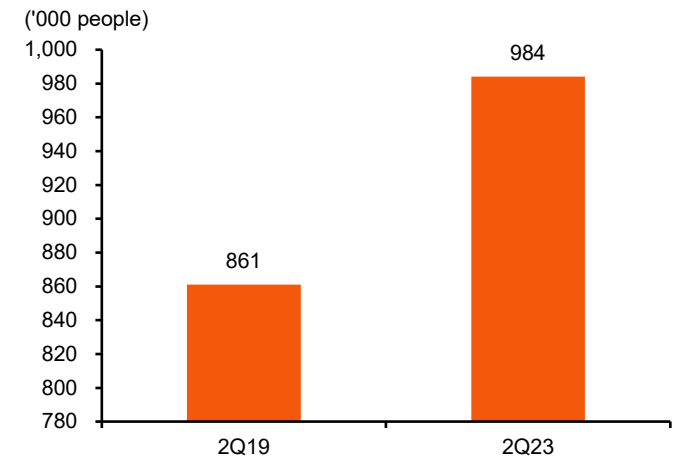
Source: Company data

Ex 6: BCH's Revenue In 2Q23 Was Above 2Q19's Level



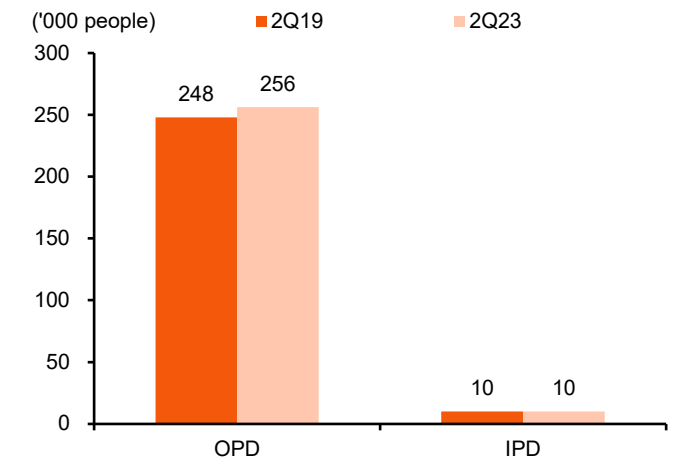
Source: Company data

Ex 7: SSS-Registered Persons



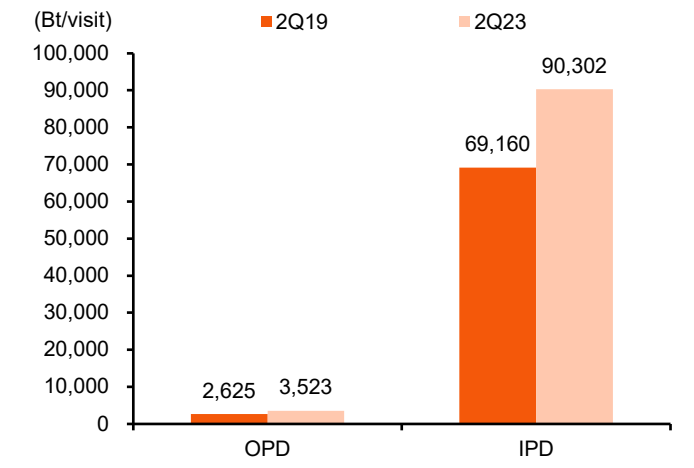
Source: Company data

Ex 8: OPD And IPD Visits



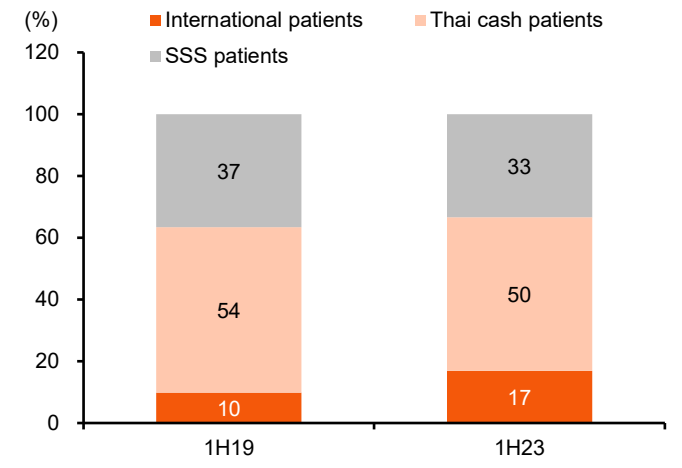
Source: Company data

Ex 9: OPD And IPD Billing



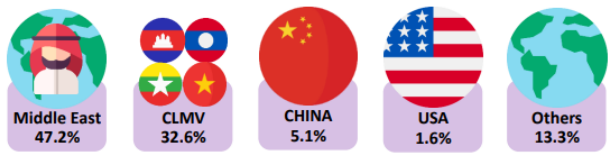
Source: Company data

Ex 10: Revenue Contribution From International Patients



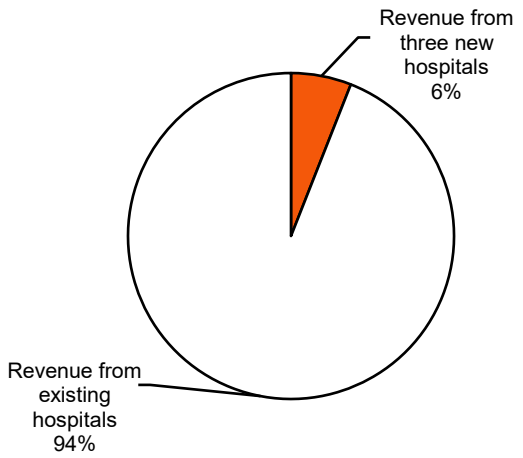
Source: Company data

Ex 11: Revenue Portion By Nationality In 2Q23



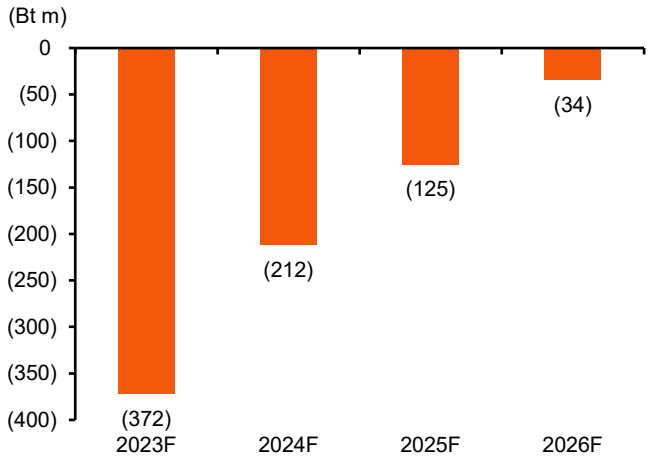
Source: Company data

Ex 12: Revenue From Three New Hospitals In 2Q23



Source: Company data

Ex 13: Losses From The Three New Hospitals



Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 14: Valuation Comparison With Regional Peers

			EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
Name	**BBG code**	**Country**	**23F**	**24F**	**23F**	**24F**	**23F**	**24F**	**23F**	**24F**	**23F**	**24F**
			(%)	**(%)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(%)**	**(%)**
Ramsay Healthcare	RHC AU	Australia	18.5	(2.9)	33.2	34.2	2.7	2.6	11.5	10.6	2.0	1.9
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	8.5	4.2	8.1	7.7	1.0	0.9	8.2	8.1	3.7	3.8
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	22.3	30.4	9.2	7.1	1.8	1.5	7.9	6.6	3.4	4.1
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	2.7	25.3	85.2	68.0	11.1	10.0	35.3	30.1	0.2	0.3
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	(8.5)	20.3	47.5	39.5	3.8	3.2	23.8	20.9	0.0	0.2
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	30.2	10.0	23.4	21.3	2.2	2.0	11.1	10.5	2.2	2.5
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	5.3	14.0	33.0	28.9	1.9	1.8	14.2	13.2	2.1	1.3
Ryman	RYM NZ	New Zealand	0.6	(5.6)	12.9	13.6	0.9	0.9	14.9	18.8	1.3	1.9
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	(17.2)	0.0	19.4	19.4	2.2	2.1	11.0	10.8	2.9	2.8
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	(66.3)	24.8	36.4	29.2	3.9	3.7	17.9	15.4	1.6	2.1
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	3.4	12.6	33.2	29.5	4.6	4.4	21.9	19.7	2.3	2.5
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	37.0	11.0	29.9	27.0	8.7	7.6	20.6	18.6	1.7	2.6
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	(63.6)	16.4	35.3	30.3	4.9	4.7	23.9	20.4	2.3	2.8
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	(7.0)	16.6	26.1	22.4	2.7	2.6	12.9	11.1	1.7	2.2
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	(33.4)	19.2	56.9	47.8	5.5	5.2	26.8	23.8	1.1	1.3
Average			**(4.5)**	**13.1**	**32.6**	**28.4**	**3.9**	**3.5**	**17.5**	**15.9**	**1.9**	**2.2**

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 8 Aug 2023 closing prices

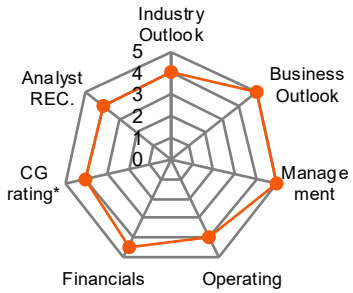
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

BCH ดำเนินกิจการโรงพยาบาลจำนวน 15 แห่ง ทั้งในกรุงเทพฯ และต่างจังหวัด โดยมีจำนวนเตียงที่ให้บริการทั้งหมด 2,254 เตียง ณ สิ้นปี 2022 ขณะที่ผู้ป่วยที่มาใช้บริการแบ่งออกเป็น 1) ผู้ป่วยเงินสด (รวม-ข้าราชการพลเรือน) และ 2) ผู้ป่วยภายใต้แผนการประกันสังคม บริษัทฯ เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในปี 2004

Source: Thanachart

COMPANY RATING



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

Source: Thanachart; * CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้บริหารมีประสบการณ์ในธุรกิจโรงพยาบาลสูง โดยเฉพาะตลาดระดับกลาง และโครงการสุขภาพของภาครัฐ
- มีรายได้มาจากหลายทาง

W — Weakness

- BCH เป็นที่รู้จักในอุตสาหกรรมว่าเป็นโรงพยาบาลเอกชนที่ให้บริการแก่โครงการสุขภาพของภาครัฐที่ใหญ่ที่สุด ซึ่งอาจจะเป็นอุปสรรคต่อ BCH ในการขยายเข้าสู่ฐานลูกค้าใหม่

O — Opportunity

- อุปทานโรงพยาบาลรัฐที่จำกัด
- การขยายขีดความสามารถในการให้บริการเพื่อหนุนความต้องการด้านการดูแลสุขภาพที่เพิ่มขึ้นในอนาคต
- การเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ
- จำนวนผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นจากประเทศเพื่อนบ้าน
- การแพร่ระบาดของโควิด

T — Threat

- ผู้เล่นรายใหญ่และเป็นที่รู้จักอย่าง BDMS เข้ามายังตลาดระดับกลาง
- เศรษฐกิจที่ชะลอตัว
- ความเสี่ยงจากนโยบายของภาครัฐ
- ผลกระทบจากโควิด-19

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	20.71	23.70	14%
Net profit 23F (Bt m)	1,476	1,328	-10%
Net profit 24F (Bt m)	1,728	1,658	-4%
Consensus REC	**BUY: 13**	**HOLD: 5**	**SELL: 2**

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2023-24F ของเราต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อการดำเนินงานของสามโรงพยาบาลใหม่ของ BCH
- แต่อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเราปรับมาใช้ฐาน 2024F

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

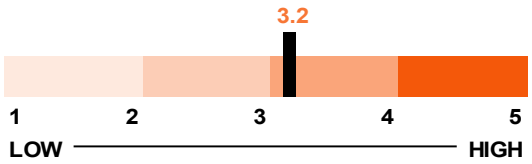
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากกลยุทธ์ของ BCH สามารถกระตุ้นลูกค้าเงินสดได้ ไม่ใกล้เคียงกับที่เราคาดการณ์ไว้
- หากมีผู้ป่วยภายใต้ประกันสังคมของ BCH ต่ำกว่าที่เราคาด
- หากโรงพยาบาลใหม่ของ BCH ฟื้นตัวช้ากว่าที่เราคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

BCH เป็นหนึ่งใน 5 เครือโรงพยาบาลที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย ลักษณะธุรกิจของบริษัทไม่ได้ผลิตก๊าซเรือนกระจกมากนัก เราเห็นว่าแผนและเป้าหมายของ BCH เกี่ยวกับ ESG มีความชัดเจนมากขึ้นในปีนี้ คะแนน ESG ของเราสำหรับ BCH จึงเพิ่มขึ้นเป็น 3.2 (จาก 2.5) และเราคาดว่าคะแนนจะดีขึ้นในอนาคตด้วยนวัตกรรมทางการแพทย์ที่เพิ่มมากขึ้น

Thanachart ESG Rating



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
BCH	-	-	-	-	-	27.07	18.00	-	4.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, 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 – การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า – การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก – การบริหารจัดการน้ำ – การบริหารจัดการของเสีย	▪ BCH เป็นหนึ่งในห้าเครือโรงพยาบาลที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย โดยมีเครือขายโรงพยาบาล 15 แห่ง ลักษณะธุรกิจของบริษัทฯ ไม่ได้ก่อให้เกิดก๊าซเรือนกระจก (GHG) มากนัก ▪ BCH ตั้งเป้าลดการใช้ไฟฟ้าลง 0.3% ในปี 2024 (ฐานปี 2022) ลดการใช้น้ำลง 0.3% ในปี 2024 และลดของเสียลง 5% ในปี 2024 ▪ BCH ยังคงดำเนินมาตรการอนุรักษ์พลังงานอย่างต่อเนื่องทุกปี โดยได้ติดตั้งโซลาร์เซลล์บนหลังคาโรงพยาบาลและอาคารจอดรถ ณ โรงพยาบาล 4 แห่ง ในอรัญประเทศ ปราจีนบุรี สระบุรี และเชียงราย ▪ BCH ยังคงมีนโยบายลดการใช้ถุงพลาสติก โดยรณรงค์ให้ผู้ป่วยใช้ถุงผ้าแทน เพื่อลดคาร์บอนไดออกไซด์ที่ปล่อยเข้าไปในบรรยากาศ
ด้านสังคม (SOCIAL) – การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน – การดูแลพนักงาน – สุขอนามัยและความปลอดภัย – ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ – การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	▪ BCH ตระหนักดีถึงความสำคัญของทรัพยากรบุคคล โดยกำหนดแนวทางในการสรรหาและคัดเลือกบุคลากรตามกฎหมายและจริยธรรม บุคลากรทุกคนได้รับการเคารพและปฏิบัติอย่างเท่าเทียมกัน และการคุ้มครองทางสังคม สภาพการทำงานที่เป็นธรรม การจ่ายค่าจ้างและค่าตอบแทนที่สมเหตุสมผล และไม่มีการเลือกปฏิบัติ ▪ BCH ได้ทำการสำรวจเกี่ยวกับการปฏิบัติด้านความปลอดภัยในการทำงาน นอกจากนี้ยังทบทวนสถิติของการบาดเจ็บหรือเจ็บป่วยร้ายแรงที่เกิดขึ้นในบริษัทอย่างต่อเนื่อง รวมถึงการสื่อสารเพื่อป้องกันและลดอุบัติเหตุ โดยกำหนดเป้าหมายการบาดเจ็บจากการทำงานเป็นศูนย์ ▪ BCH มุ่งมั่นที่จะให้บริการที่มีคุณภาพและมาตรฐานความปลอดภัยที่ดี นอกจากนี้ยังได้รับการรับรองจากสถาบัน Hospital Quality improvement และ Joint Commission International (JCI) โดยตั้งเป้าความพึงพอใจของลูกค้าไม่ต่ำกว่า 80% ▪ BCH สนับสนุนกิจกรรมช่วยเหลือสังคม (อย่างน้อย 100 ครั้ง) เช่น มอบทุนการศึกษาและสนับสนุนทางการเงินเพื่อซื้ออุปกรณ์ทางการแพทย์ให้กับโรงพยาบาลต่างๆ และจัดให้มีการตรวจสุขภาพฟรีแก่ประชาชนในบริเวณใกล้เคียง
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) – โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท – จริยธรรมและความโปร่งใส – ความยั่งยืนของธุรกิจ – การบริหารความเสี่ยง – นวัตกรรม	▪ ปัจจุบัน BCH มีกรรมการ 11 คน (กรรมการหญิง 3 คน คิดเป็น 27% และกรรมการอิสระ 4 คน คิดเป็น 36% ของกรรมการทั้งหมด ▪ BCH กำหนดนโยบายห้ามการให้สินบนในทุกกิจกรรมที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกิจ หากบริษัทต้องการบริจาคเพื่อการกุศล ให้ของขวัญทางธุรกิจ หรือให้การสนับสนุนทางการเงินสำหรับกิจกรรมใดๆ จะต้องดำเนินการด้วยความโปร่งใสและไม่มีเจตนาที่จะโน้มน้าวให้เจ้าหน้าที่ของรัฐ/เอกชนดำเนินการอย่างไม่เหมาะสม ▪ กำหนดนโยบายความเสี่ยงเพื่อระบุและวิเคราะห์ความเสี่ยงที่กลุ่มเผชิญอยู่ เพื่อกำหนดขีดจำกัดและการควบคุมความเสี่ยงที่เหมาะสม และเพื่อติดตามความเสี่ยงและการปฏิบัติตามขีดจำกัด ▪ BCH ได้ปรับปรุงประสิทธิภาพการบริการอย่างต่อเนื่องเพื่อบรรลุความเป็นเลิศในการให้บริการทางการแพทย์ ด้วยบุคลากรทางการแพทย์ที่มีทักษะและประสบการณ์สูง อุปกรณ์ทางการแพทย์ที่ทันสมัย และศูนย์เฉพาะทางเพื่อให้บริการทางการแพทย์แบบครบวงจร

Sources: Thanachart, Company data

Cash and SSS patients drive 2024-25F revenue growth

Plans to add a new cancer center to its portfolio in early 2024

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	21,405	18,827	11,794	12,640	13,337
Cost of sales	10,561	11,535	8,190	8,607	8,925
Gross profit	**10,844**	**7,292**	**3,605**	**4,033**	**4,412**
% gross margin	50.7%	38.7%	30.6%	31.9%	33.1%
Selling & administration expenses	1,469	1,946	1,852	1,878	1,959
Operating profit	**9,374**	**5,346**	**1,753**	**2,155**	**2,453**
% operating margin	43.8%	28.4%	14.9%	17.1%	18.4%
Depreciation & amortization	874	950	946	960	958
EBITDA	**10,248**	**6,296**	**2,699**	**3,115**	**3,412**
% EBITDA margin	47.9%	33.4%	22.9%	24.6%	25.6%
Non-operating income	129	92	108	116	128
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(151)	(156)	(96)	(75)	(60)
Pre-tax profit	**9,352**	**5,282**	**1,764**	**2,197**	**2,520**
Income tax	1,846	1,135	362	428	491
After-tax profit	**7,505**	**4,147**	**1,402**	**1,769**	**2,029**
% net margin	35.1%	22.0%	11.9%	14.0%	15.2%
Shares in affiliates' Earnings	2	0	(4)	0	2
Minority interests	(661)	(206)	(70)	(110)	(131)
Extraordinary items	0	(902)	0	0	0
NET PROFIT	**6,846**	**3,039**	**1,328**	**1,658**	**1,900**
Normalized profit	**6,846**	**3,941**	**1,328**	**1,658**	**1,900**
EPS (Bt)	2.7	1.2	0.5	0.7	0.8
Normalized EPS (Bt)	2.7	1.6	0.5	0.7	0.8

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	13,541	6,835	4,909	5,245	5,546
Cash & cash equivalent	5,256	2,640	2,242	2,392	2,542
Account receivables	5,669	3,754	2,327	2,493	2,631
Inventories	437	362	292	307	318
Others	2,179	79	49	53	56
Investments & loans	33	31	31	31	31
Net fixed assets	11,790	11,829	12,383	12,423	12,464
Other assets	1,020	1,102	1,082	1,160	1,224
Total assets	**26,384**	**19,796**	**18,405**	**18,858**	**19,265**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	7,848	3,510	3,854	3,429	3,266
Account payables	893	797	583	613	636
Bank overdraft & ST loans	250	0	641	638	351
Current LT debt	2,728	1,271	598	595	328
Others current liabilities	3,976	1,443	2,031	1,583	1,951
Total LT debt	**3,979**	**2,599**	**898**	**893**	**492**
Others LT liabilities	252	177	141	151	160
Total liabilities	**12,078**	**6,287**	**4,893**	**4,473**	**3,917**
Minority interest	1,326	1,065	1,135	1,245	1,376
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494
Share premium	645	645	645	645	645
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(104)	(187)	(187)	(187)	(187)
Retained earnings	**9,946**	**9,493**	**9,426**	**10,188**	**11,020**
Shareholders' equity	12,980	12,445	12,377	13,140	13,972
Liabilities & equity	**26,384**	**19,796**	**18,405**	**18,858**	**19,265**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Sustainable cash inflow stream, in our view

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	9,352	5,282	1,764	2,197	2,520
Tax paid	(664)	(2,395)	(41)	(585)	(382)
Depreciation & amortization	874	950	946	960	958
Chg In working capital	(3,225)	1,893	1,284	(152)	(126)
Chg In other CA & CL / minorities	(236)	359	293	(294)	257
Cash flow from operations	**6,101**	**6,090**	**4,247**	**2,126**	**3,228**
Capex	(1,226)	(989)	(1,500)	(1,000)	(1,000)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(1)	2	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	463	(1,058)	(17)	(67)	(56)
Cash flow from investments	**(763)**	**(2,046)**	**(1,517)**	**(1,067)**	**(1,056)**
Debt financing	(276)	(3,087)	(1,732)	(12)	(955)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(821)	(3,491)	(1,396)	(896)	(1,067)
Warrants & other surplus	71	(83)	0	0	0
Cash flow from financing	**(1,027)**	**(6,660)**	**(3,128)**	**(908)**	**(2,022)**
Free cash flow	**4,875**	**5,101**	**2,747**	**1,126**	**2,228**

Inexpensive valuation, in our opinion

VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	7.1	12.3	36.4	29.2	25.5
Normalized PE - at target price (x)	8.6	15.0	44.5	35.6	31.1
PE (x)	7.1	15.9	36.4	29.2	25.5
PE - at target price (x)	8.6	19.4	44.5	35.6	31.1
EV/EBITDA (x)	4.9	7.9	17.9	15.4	13.8
EV/EBITDA - at target price (x)	5.9	9.6	21.9	18.9	16.9
P/BV (x)	3.7	3.9	3.9	3.7	3.5
P/BV - at target price (x)	4.6	4.7	4.8	4.5	4.2
P/CFO (x)	7.9	7.9	11.4	22.8	15.0
Price/sales (x)	2.3	2.6	4.1	3.8	3.6
Dividend yield (%)	6.2	4.1	1.6	2.1	2.4
FCF Yield (%)	10.1	10.5	5.7	2.3	4.6
(Bt)					
Normalized EPS	2.7	1.6	0.5	0.7	0.8
EPS	2.7	1.2	0.5	0.7	0.8
DPS	1.2	0.8	0.3	0.4	0.5
BV/share	5.2	5.0	5.0	5.3	5.6
CFO/share	2.4	2.4	1.7	0.9	1.3
FCF/share	2.0	2.0	1.1	0.5	0.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

Earnings growth resumes in 2024-25F

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	139.8	(12.0)	(37.4)	7.2	5.5
Net profit (%)	456.9	(55.6)	(56.3)	24.8	14.6
EPS (%)	456.9	(55.6)	(56.3)	24.8	14.6
Normalized profit (%)	456.9	(42.4)	(66.3)	24.8	14.6
Normalized EPS (%)	456.9	(42.4)	(66.3)	24.8	14.6
Dividend payout ratio (%)	43.7	65.6	60.0	60.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	50.7	38.7	30.6	31.9	33.1
Operating margin (%)	43.8	28.4	14.9	17.1	18.4
EBITDA margin (%)	47.9	33.4	22.9	24.6	25.6
Net margin (%)	35.1	22.0	11.9	14.0	15.2
D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.3	0.2	0.1	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.1)
Interest coverage - EBIT (x)	62.0	34.3	18.2	28.9	40.8
Interest coverage - EBITDA (x)	67.7	40.4	28.0	41.8	56.7
ROA - using norm profit (%)	31.9	17.1	7.0	8.9	10.0
ROE - using norm profit (%)	68.9	31.0	10.7	13.0	14.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	75.6	32.6	11.3	13.9	15.0
- asset turnover (x)	1.0	0.8	0.6	0.7	0.7
- operating margin (%)	44.4	28.9	15.8	18.0	19.3
- leverage (x)	2.2	1.8	1.5	1.5	1.4
- interest burden (%)	98.4	97.1	94.8	96.7	97.7
- tax burden (%)	80.3	78.5	79.5	80.5	80.5
WACC (%)	6.4	6.4	6.4	6.4	6.9
ROIC (%)	57.1	28.6	10.2	14.1	15.3
NOPAT (Bt m)	7,524	4,197	1,394	1,735	1,975
invested capital (Bt m)	14,680	13,675	12,273	12,873	12,600

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. ESG Book (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.

ESG Book's Disclaimer
Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised 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 (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book 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. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

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 redisseminated 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.moodys.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."
Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.
Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.
Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.
MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.
MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information").
2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").
The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.
All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.
The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.
The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.
No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.
You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.
You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.
By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.
Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed here.

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

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	Execellent
80-89	Very Good
70-79	Good
60-69	Satisfactory
50-59	Pass
Below	N/A

Disclaimers

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

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 25 หลักทรัพย์ ได้แก่ CBG16C2312A, CPALL16C2310A, DELTA16C2309A, EA16C2311A, EA16C2309A, GULF16C2311A, GULF16C2309A, HANA16C2312A, HANA16C2309A, JMT16C2311A, JMART16C2310A, KBANK16C2312A, KBANK16C2310A, KCE16C2401A, KCE16C2309A, PTTEP16C2311A, SAWAD16C2312A, SAWAD16C2309A, SCB16C2311A, SET5016C2312A, SET5016P2312A, SET5016C2309B, SET5016C2309A, SET5016P2309A, TIDLOR16C2311A (underlying securities are (CPALL, DELTA, EA, GULF, HANA, JMART, JMT, KBANK, KCE, PTTEP, SAWAD, SCB, SET50, TIDLOR). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาต จากัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จากัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ทุนธนชาต จากัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จากัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททุนธนชาต 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)

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

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

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

หมายเหตุ: *** “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท ทรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2566 ชุดที่ 1-4 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2568 2569 2571 และ 2576" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

Thanachart Research Team

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

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

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

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

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

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

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง
รตา 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, แปล
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

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

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

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

กลยุทธ์การลงทุน
นลิภรณ์ 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 จิตกุศล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

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

สุเนตร รักษาวัด
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