

# Pruksa Holding

(PSH.BK/PSH TB)\*

## Outperform · Upgraded

Price as of 7 Sep 2023	13.30
12M target price (Bt/shr)	15.40
Unchanged/Revised up(down)(%)	22.22
Upside/downside (%)	15.80

### Key messages

ขณะที่ ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ของ PSH มีแนวโน้มการทำกำไรในระยะยาวค่อนข้างดี โดยเรามองบวกมากขึ้นต่อแผนการปฏิรูปธุรกิจ (transformation plan) ที่จะช่วยเพิ่มศักยภาพการแข่งขันได้ในระยะยาว อย่างไรก็ตาม เราเฝ้าติดตามผลบวกจากการลงทุนในธุรกิจด้านดูแลสุขภาพที่มีอนาคตสดใส อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงน่าสนใจที่ +7% ต่อปี และการมีส่วนลดอย่างมากจากมูลค่าทางบัญชี (book value) ที่ 0.6x เป็นนัยยะว่าราคาหุ้นปัจจุบันมี downside จำกัด ทั้งนี้ เราปรับเพิ่มคำแนะนำขึ้นเป็น “ซื้อ” (จากเดิมถือ) ประเมินราคาเป้าหมาย SOTP ใหม่ที่ 15.4 บาท ประกอบด้วยธุรกิจอสังหาฯ ที่ 10.80 บาทและธุรกิจดูแลสุขภาพที่ 4.60 บาท ณ ต้นทุนของการลงทุน

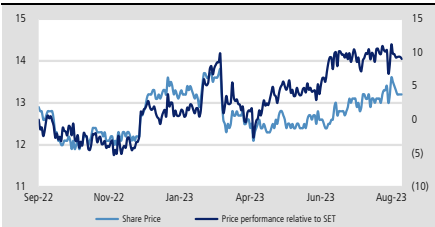
### Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$m)	29/722		
Outstanding shares (mn)	2,189		
Foreign ownership (mn)	83.6		
3M avg. daily trading (mn)	1.0		
52-week trading range (Bt)	11.9-13.8		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	3.9	4.8	3.9
Relative	4.0	7.9	9.7

### Quarterly EPS

EPS	Q1	Q2	Q3	Q4
2020	0.62	0.28	0.41	0.56
2021	0.41	0.29	0.22	0.67
2022	0.37	0.29	0.42	0.79
2023	0.44	0.70		

### Share price chart



Source: SET

Vanida Geisler  
66.2658.8888 Ext. 8857  
vanidag@kgi.co.th

## คู่มือกับการรอคอย

### Event

อัปเดตแนวโน้มธุรกิจ ปรับประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายใหม่

### Impact

**การปรับเปลี่ยนธุรกิจหลักเพื่อเพิ่มศักยภาพการแข่งขันในระยะยาว**

แผนต่อไปคือการแยกหน่วยงานก่อสร้างที่มีอัตรากำไรต่ำแต่มีรายได้ราว 5-6 พันล้านบาทต่อปี ออกมาเป็นอิสระเพื่อหาผู้ร่วมธุรกิจใหม่จะช่วยเพิ่มฐานรายได้และผลการดำเนินงานโดยรวมให้ดีขึ้น นอกจากนี้ PSH มองโอกาสในการเปลี่ยนโครงสร้างพอร์ตการลงทุนอสังหาฯ มูลค่า 6 หมื่นล้านบาท ด้วยการเร่งปิดการขายโครงการที่มี margin ต่ำ การขายที่ดินว่างเปล่า รวมทั้งการหาซื้อโครงการอสังหาฯ ที่มีศักยภาพดีจากผู้พัฒนาอสังหาฯ รายอื่นที่อาจมีปัญหาด้านการเงินท่ามกลางมาตรการเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อ และอัตราดอกเบี้ยเป็นขาลงขาขึ้น

**เดินทางพัฒนาระบบนิเวศ (ecosystem) ในธุรกิจดูแลสุขภาพ**

PSH ลงทุนราว 1 หมื่นล้านบาทในธุรกิจดูแลสุขภาพประกอบด้วย โรงพยาบาลวิมุต โรงพยาบาลเทพารินทร์ ธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการดูแลสุขภาพและการร่วมทุน (JV) ในธุรกิจสุขภาพ นอกจากนี้ PSH ยังเตรียมงบอีกมากกว่า 8 พันล้านบาทสำหรับโรงพยาบาลเฉพาะทางแห่งใหม่ เนอสซิ่งโฮม และธุรกิจที่เกี่ยวข้องอื่น ๆ ในอีก 5 ปีข้างหน้า อย่างไรก็ตาม ผู้บริหารตั้งเป้าว่ากลุ่มธุรกิจใหม่จะพลิกเป็นกำไรระดับ EBITDA ช่วงปลายปี 2566 และมีกำไรสุทธิในปลายปีหน้า ทั้งนี้ ภาวะการขาดทุนก่อนดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) ทดลดลงจาก 439 ล้านบาทในปี 2564 เป็น 244 ล้านบาทในปี 2565 และเหลือเพียง 154 ล้านบาทใน 1H66 เมื่อใดก็ตามที่มีกำไรสุทธิติดต่อกันสองปี (คาดว่าในปี 2570) กลุ่มธุรกิจดูแลสุขภาพก็พร้อมเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ

**ปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2566F และปี 2567F**

PSH ได้รับรู้กำไรพิเศษที่ 694 ล้านบาทใน 1H66 จากการขายธุรกิจฟริลาสต์ PSH ได้ปรับโครงสร้างธุรกิจ 3Q66 ดันดูแลสุขภาพคาดทำให้มีกำไรอีก 65 ล้านบาท ในอนาคต เราคาดมี upside จากกำไรพิเศษเพิ่มได้อีกจากการปฏิรูปองค์กร ขณะที่ เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2566F ลงสะท้อนการลดลงของกำไรจากธุรกิจหลักและคาดทั้งสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย และรายจ่ายดอกเบี้ยสูงขึ้น ในปีหน้า เราประเมินกำไรธุรกิจหลักเติบโตเพิ่มขึ้นที่ 9% YoY (จากเดิมที่ 4%) ท่ามกลางผลบวกจากทั้งอุปสงค์ของผู้บริโภคและผู้พัฒนาอสังหาฯ มีความเชื่อมั่นมากขึ้นต่อรัฐบาลชุดใหม่ รวมทั้งผลการดำเนินงานของธุรกิจดูแลสุขภาพทยอยดีขึ้น (Fig 1)

### Valuation & action

มูลค่าตามราคาตลาดรวมของ PSH ที่ 2.9 หมื่นล้านบาท มาจากต้นทุนการลงทุนธุรกิจดูแลสุขภาพมูลค่า 1 หมื่นล้านบาทรวมกับมูลค่าธุรกิจอสังหาฯ อีก 1.9 หมื่นล้านบาท (เทียบเท่ากับ PE ปี 2567 ที่ 6.8x) ช่วงที่เรารอดูผลการปฏิรูปองค์กรและกำไรจากธุรกิจด้านสุขภาพ PSH ยังคงสามารถให้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง +7% ต่อปี อีกทั้ง ราคาหุ้นมีส่วนลดจากมูลค่าทางบัญชี (book value) ที่ 0.6x เป็นนัยยะว่าราคาหุ้นปัจจุบันมี downside จำกัด ทั้งนี้ เราปรับเพิ่มคำแนะนำขึ้นเป็น “ซื้อ” (จากเดิมถือ) ประเมินราคาเป้าหมาย SOTP ใหม่เพิ่มขึ้นเป็น 15.4 บาท (ธุรกิจอสังหาฯ ที่ 10.80 บาท อิงกับ -0.5SD to mean PER ที่ 8.5x และธุรกิจโรงพยาบาลที่ 4.60 บาทที่ต้นทุนการลงทุน 1 หมื่นล้านบาท)

### Risks

ภาวะเศรษฐกิจอ่อนแอ และโอกาสการปฏิรูปนโยบายจากภาครัฐ

### Key financials and valuations

	Dec - 20A	Dec - 21A	Dec - 22A	Dec - 23F	Dec - 24F
Revenue (Btmn)	29,244	28,311	28,402	26,061	27,352
Gross Profit (Btmn)	9,368	8,103	8,939	8,120	8,727
SG&A (Btmn)	5,437	4,754	5,177	5,017	5,060
Net Profit (Btmn)	2,771	2,353	2,772	3,121	2,783
Normalized Profit (Btmn)	2,771	2,173	2,761	2,559	2,783
EPS (Bt)	1.3	1.1	1.3	1.4	1.3
Normalized EPS (Bt)	1.3	1.0	1.3	1.2	1.3
DPS (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
EPS Growth (%)	(48.3)	(15.1)	17.8	12.6	(10.8)
Normalized EPS Growth	(48.3)	(21.6)	27.1	(7.3)	8.7
P/E (X)	9.8	12.1	10.4	9.3	10.5
P/B (X)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA (X)	11.1	11.3	8.6	9.6	9.3
Net Debt to Equity (%)	0.6	0.4	0.3	0.3	0.4
Dividend Yield (%)	7.7	7.4	7.3	7.5	7.2

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 1: Earnings revisions for 2023-24F**

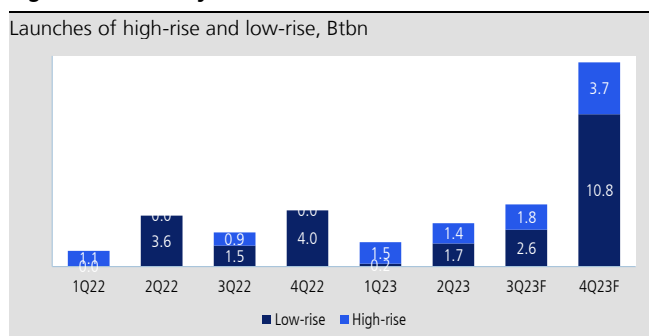
Year to 31 Dec (Btm)	2023F Previous	2023F Revised	Chg (%)	2024F Previous	2024F Revised	Chg (%)
<b>Residential revenue</b>	<b>24,777</b>	<b>24,061</b>	<b>(2.9)</b>	<b>24,483</b>	<b>24,852</b>	<b>1.5</b>
Landed properties	17,182	16,466	(4.2)	18,900	18,936	0.2
Condominiums	7,595	7,595	0.0	5,583	5,916	6.0
Hospital revenue	2,000	2,000	0.0	2,400	2,500	4.2
<b>Total revenue</b>	<b>26,777</b>	<b>26,061</b>	<b>(2.7)</b>	<b>26,883</b>	<b>27,352</b>	<b>1.7</b>
Total gross profit	8,284	8,120	(2.0)	8,434	8,727	3.5
EBIT	3,772	3,755	(0.5)	3,877	3,940	1.6
<b>Normalized profit</b>	<b>2,678</b>	<b>2,559</b>	<b>(4.4)</b>	<b>2,733</b>	<b>2,783</b>	<b>1.8</b>
<b>Bottom line</b>	<b>3,238</b>	<b>3,121</b>	<b>(3.6)</b>	<b>2,733</b>	<b>2,783</b>	<b>1.8</b>
<b>Key financials</b>	<b>2023F Previous</b>	<b>2023F Revised</b>	<b>Chg (ppts)</b>	<b>2024F Previous</b>	<b>2024F Revised</b>	<b>Chg (ppts)</b>
SG&A to sales (%)	17.8	19.3	1.5	17.9	18.5	0.6
<b>Total gross margin (%)</b>	<b>30.9</b>	<b>31.2</b>	<b>0.3</b>	<b>31.4</b>	<b>31.9</b>	<b>0.5</b>
Residential gross margin (%)	31.7	32.5	0.8	31.9	32.5	0.6
Hospital gross margin (%)	21.5	15.0	-6.5	26.0	26.0	0.0
<b>Net margin (%)</b>	<b>10.0</b>	<b>9.8</b>	<b>-0.2</b>	<b>10.5</b>	<b>10.2</b>	<b>-0.3</b>

Source: Company data, KGI Securities Research

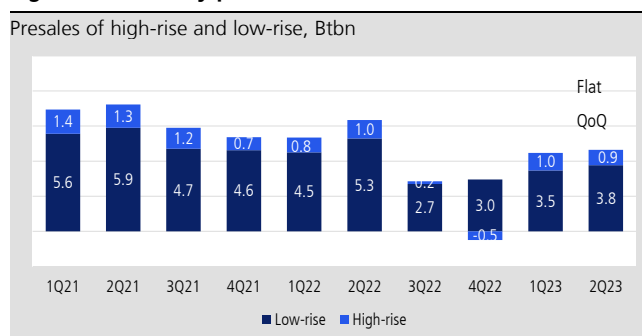
**Figure 2: KGI's forecasts for new launches, presales and transfer**

	2023F			2024F			
	Previous	New	% change	Previous	New	% change	
<b>Launch - Total</b>	<b>23,500</b>	<b>21,969</b>	<b>(7)</b>	<b>25,800</b>	<b>23,800</b>	<b>(8)</b>	-6M23 presales /revenue represented 45%/48% of our full year forecast.
Low-rise	15,310	13,779	(10)	20,000	18,000	(10)	
High-rise	8,190	8,190	0	5,800	5,800	0	
<b>Presales - Total</b>	<b>20,407</b>	<b>20,047</b>	<b>(2)</b>	<b>22,790</b>	<b>21,997</b>	<b>(3)</b>	-Presales and new launches for 3-4Q23F are set to grow both YoY/QoQ.
Low-rise	16,424	16,064	(2)	18,366	17,573	(4)	
High-rise	3,983	3,983	(0)	4,424	4,424	(0)	
<b>Transfer - Total</b>	<b>24,777</b>	<b>24,061</b>	<b>(3)</b>	<b>24,483</b>	<b>24,852</b>	<b>2</b>	
Low-rise	17,182	16,466	(4)	18,900	18,936	0	
High-rise	7,595	7,595	0	5,583	5,916	6	

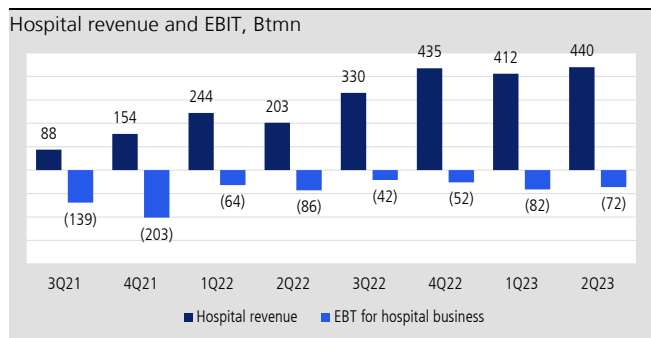
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 3: Quarterly new launches**


Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 4: Quarterly presales**


Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 5: Quarterly performance of hospital business**


Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 6: Investment in non-residential business since 2018 and performance of its healthcare group**

Investment	Btmn	Btmn	2021	2022	1Q23	2Q23
Vimut Hospital	5.0	<b>Revenue</b>	<b>270</b>	<b>1,211</b>	<b>412</b>	<b>439</b>
Theptarin	0.5	Others	13	129	14	28
Healthcare related	4.5	Total	283	1,340	426	467
JV healthcare	0.1	<b>GP</b>	<b>(136)</b>	<b>112</b>	<b>56</b>	<b>61</b>
<b>Total</b>	<b>10.1</b>	<b>EBIT</b>	<b>(439)</b>	<b>(244)</b>	<b>(82)</b>	<b>(72)</b>
		Assets	4,661	6,027	6,036	6,024
		GP margin	-48%	8%	13%	13%
		EBIT margin	-155%	-18%	-19%	-15%

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 7: KGI's financial forecasts for Vimut group**

Vimut group						Compared to listed hospitals with similar revenue level (2022A)			
	(Btmn)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	AHC	LPH	NTV
Revenue		2,000	2,500	2,750	3,025	3,328	1,986	2,437	2,270
Gross profit		300	650	825	983	1,165	516	718	661
GM		15%	26%	30%	33%	35%	26%	29%	29%
EBITDA margin		-3%	10%	14%	18%	21%	21%	22%	25%
EBIT margin		-13%	2%	7%	11%	15%	17%	16%	17%
EBITDA		(60)	250	385	529	699	409	542	566
EBIT		-260	50	190	339	513	338	380	380

-PSH guided its revenue from Vimut/Theptarin to grow from Bt2bn in 2023 to Bt3.4b in 2027.  
 -We have yet to include revenue from upcoming new specialized hospitals/senior homes and other related healthcare services.  
 -Compared to AHC, LPH and NTV with similar revenue base of Bt2bn+, our EBIT/EBITDA margins forecast is conservative.

Source: Company data, Setsmart, KGI Securities Research

**Figure 8: Sum-of-the-parts valuation**

Btmn	Bt	Mkt. cap.	Healthcare	Property	24F earnings	PE (x) prop	Remarks
Cur price	13.2	28,895	10,000	18,895	2,783	6.8	-1.5SD
TP	14.4	31,429	10,000	21,429	2,783	7.7	-1SD
	15.4	33,656	10,000	23,656	2,783	8.5	-0.5SD
	16.5	36,160	10,000	26,160	2,783	9.4	Mean

-At the current price of Bt13.2, value of property business is at a discount of 6.8x PE (-1.5SD).  
 -Our new TP of Bt15.4 comprises Bt10.8 from property business pegged to -0.5SD level of 8.5x and Bt4.6 of healthcare business based on investment cost of Bt10b.  
 -Our valuation for PSH's healthcare business is also conservative as it is still at an initial stage. Note that healthcare stocks trade at PBV in range of 2.7x-7.4x in 2024F.

Times	23F PER	24F PER	23F PBV	24F PBV
Healthcare under coverage	28	26	4.7	4.3
Range Lo-Hi	21-34	20-30	2.8-8.6	2.7-7.4

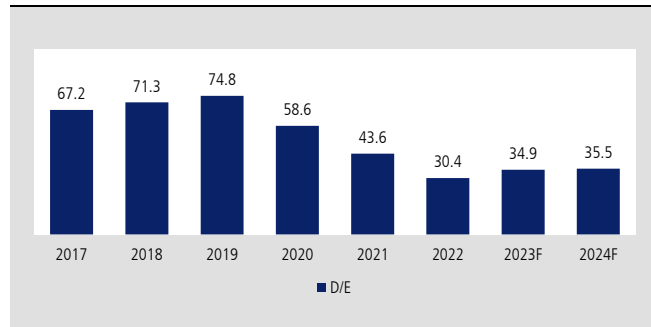
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 9: Net gearing of major listed developers**

	2022 end-2Q23	
<b>Net IBD/ equity ratio (%)</b>		
AP	62.3	79.0
LH	116.1	114.0
LPN	89.2	95.0
ORI	111.3	125.0
PSH	30.4	30.0
QH	35.5	35.0
SPALI	48.9	50.0
<b>Under coverage</b>	<b>70.5</b>	<b>75.4</b>
ASW	104.1	140.5
NOBLE	182.9	217.1
SIRI	154.0	147.0
SC	120.0	127.2
ANAN	101.0	147.0
<b>Grand total</b>	<b>96.3</b>	<b>108.9</b>

PSH's solid balance sheet with low net gearing ensures annual handsome dividend yield of +7% despite upcoming massive new investment.

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 10: PSH's net gearing ratio**


Source: Company data, KGI Securities Research

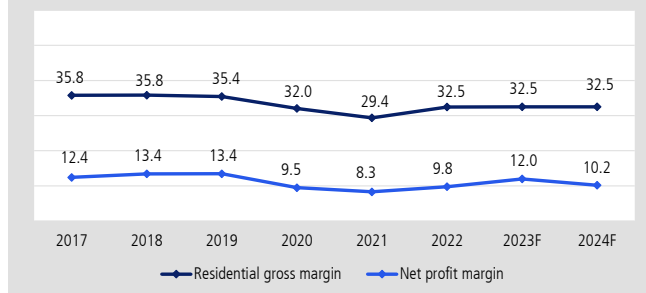
**Figure 6: Company profile**

Pruksa Holding Plc. (PSH) operates a property development business in several segments including townhouses, single-detached houses and condominiums. PSH mainly targets the mid-to-low-end segment with broad-based brands using a mixed business approach through different economic cycles. PSH's mission is to shift from building affordable homes into integrated Pruksa Living Solutions with Vimut healthcare group as a key new S-curve.

Source: Company data

**Figure 12: Margins**

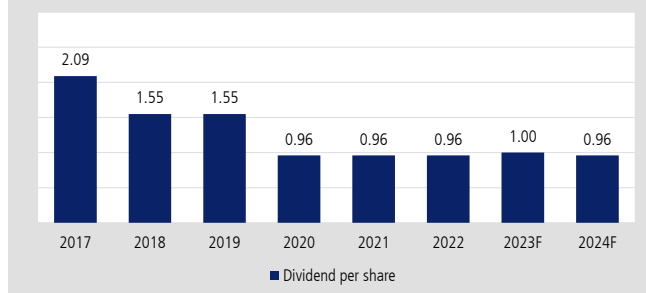
Residential gross margin and net margin, percent



Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 14: DPS**

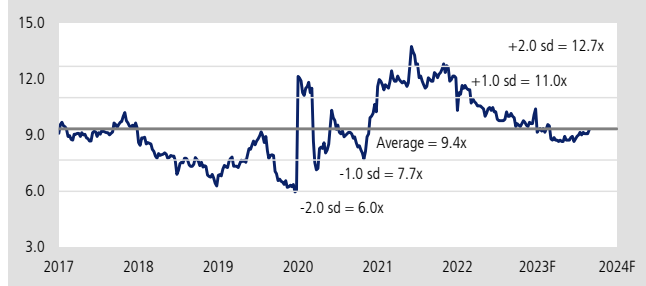
Bt per share



Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 16: Company trading PER**

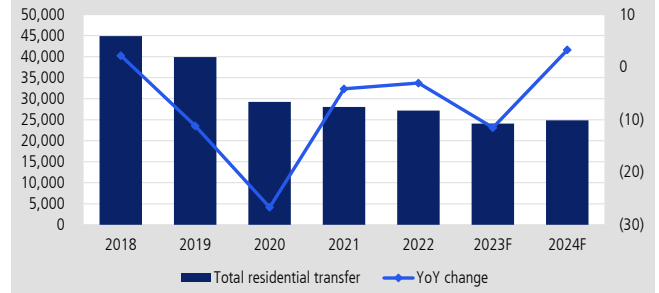
PER, times



Source: KGI Securities Research

**Figure 11: Residential revenue forecast**

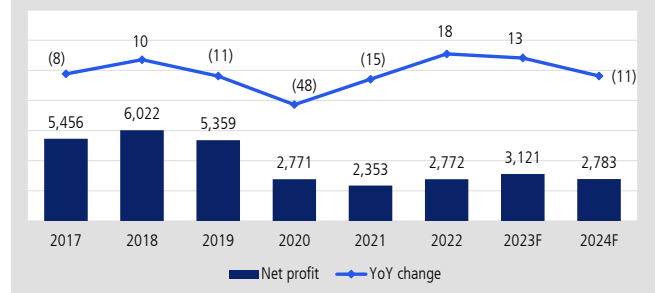
Residential revenues forecast, Btmn; YoY change, percent



Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 13: Net profit**

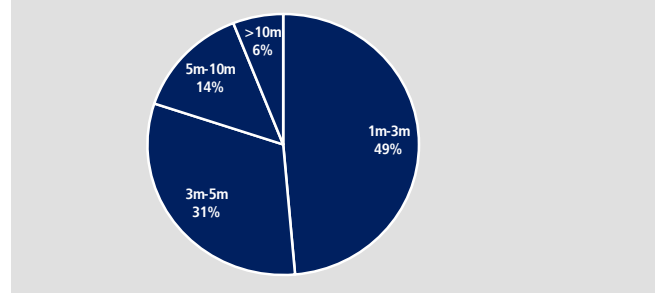
Net profit, Btmn; YoY change, percent



Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 15: Breakdown of unsold units by price range**

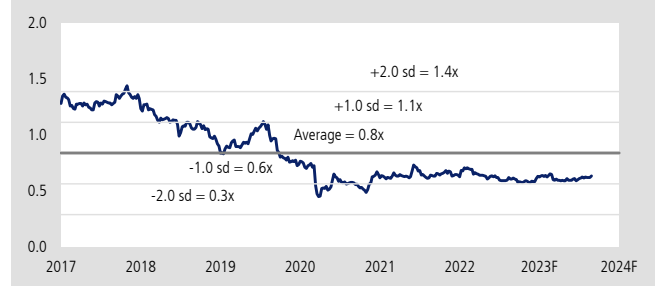
Total value of unsold units as at end 2Q23 was worth Bt60bn



Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 17: Company trading PB**

PB, times



Source: KGI Securities Research

**Balance Sheet**

As of 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>Total Assets</b>	<b>78,273</b>	<b>72,052</b>	<b>68,656</b>	<b>69,859</b>	<b>71,352</b>
<b>Current Assets</b>	<b>69,853</b>	<b>61,876</b>	<b>54,114</b>	<b>52,465</b>	<b>50,918</b>
Cash & ST Investment	1,337	3,348	3,877	3,888	3,355
Inventories	66,863	56,757	48,722	46,630	45,578
Account Receivable	0	37	318	300	300
Others	1,653	1,734	1,196	1,647	1,684
<b>Non-current Assets</b>	<b>8,421</b>	<b>10,176</b>	<b>14,542</b>	<b>17,394</b>	<b>20,435</b>
LT Investment	826	2,209	5,070	7,116	9,414
Net fixed Assets	6,506	7,244	8,738	9,486	10,194
Others	1,088	722	733	792	827
<b>Total Liabilities</b>	<b>34,487</b>	<b>27,979</b>	<b>23,078</b>	<b>24,212</b>	<b>25,024</b>
<b>Current Liabilities</b>	<b>16,065</b>	<b>17,902</b>	<b>11,087</b>	<b>10,259</b>	<b>10,510</b>
Account Payable	1,277	1,350	1,972	1,710	1,766
ST Borrowing	9,095	10,022	2,862	3,272	3,289
Others	5,693	6,530	6,254	5,278	5,456
<b>Long-term Liabilities</b>	<b>18,422</b>	<b>10,077</b>	<b>11,991</b>	<b>13,952</b>	<b>14,514</b>
Long-term Debts	16,557	9,207	11,002	12,653	13,160
Others	1,865	870	989	1,300	1,353
<b>Shareholders' Equity</b>	<b>43,786</b>	<b>44,072</b>	<b>45,577</b>	<b>45,647</b>	<b>46,329</b>
Common Stock	2,189	2,189	2,189	2,189	2,189
Capital Surplus	1,873	1,873	1,873	1,873	1,873
Retained Earnings	39,100	39,352	40,023	40,956	41,637

Source: KGI Securities Research

**Key Ratios**

Year to 31 Dec	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>Growth (%YoY)</b>					
Sales	(26.7)	(3.2)	0.3	(8.2)	5.0
OP	(42.8)	(17.4)	15.0	(5.9)	4.9
EBITDA	(40.2)	(15.5)	14.5	(4.9)	5.5
NP	(48.3)	(15.1)	17.8	12.6	(10.8)
Normalized Profit	(48.3)	(21.6)	27.1	(7.3)	8.7
EPS	(48.3)	(15.1)	17.8	12.6	(10.8)
Normalized EPS	(48.3)	(21.6)	27.1	(7.3)	8.7
<b>Profitability (%)</b>					
Gross Margin	32.0	28.6	31.5	31.2	31.9
Operating Margin	14.4	12.3	14.0	14.4	14.4
EBITDA Margin	15.9	13.9	15.8	16.4	16.5
Net Margin	9.5	8.3	9.8	12.0	10.2
ROAA	3.5	3.3	4.0	4.5	3.9
ROAE	6.3	5.3	6.1	6.8	6.0
<b>Stability</b>					
Gross Debt/Equity (%)	78.8	63.5	50.6	53.0	54.0
Net Debt/Equity (%)	58.6	43.6	30.4	34.9	35.5
Interest Coverage (x)	8.2	6.3	9.3	7.2	8.6
Interest & ST Debt Coverage (x)	0.4	0.3	1.2	1.0	1.1
Cash Flow Interest Coverage (x)	19.3	24.7	28.0	6.7	10.0
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	1.0	1.3	3.6	0.9	1.2
Current Ratio (x)	4.3	3.5	4.9	5.1	4.8
Quick Ratio (x)	0.2	0.3	0.5	0.6	0.5
Net Debt (Bt mn)	24,315.3	15,881.1	9,985.9	12,037.2	13,093.6
<b>Per Share Data (Bt)</b>					
EPS	1.3	1.1	1.3	1.4	1.3
Normalized EPS	1.3	1.0	1.3	1.2	1.3
CFPS	4.5	6.2	5.5	1.6	2.1
BVPS	20.0	20.1	20.8	20.9	21.2
SPS	13.4	12.9	13.0	11.9	12.5
EBITDA/Share	2.1	1.8	2.1	2.0	2.1
DPS	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>Activity</b>					
Asset Turnover (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Days Receivables	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Days Inventory	1,227.9	1,025.1	913.7	948.6	893.2
Days Payable	23.5	24.4	37.0	34.8	34.6
Cash Cycle	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

Source: KGI Securities Research

**Profit & Loss**

Year to Dec 31 (Btmn)	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>Revenue</b>	<b>29,244</b>	<b>28,311</b>	<b>28,402</b>	<b>26,061</b>	<b>27,352</b>
Cost of Goods Sold	(19,876)	(20,208)	(19,463)	(17,941)	(18,625)
<b>Gross Profit</b>	<b>9,368</b>	<b>8,103</b>	<b>8,939</b>	<b>8,120</b>	<b>8,727</b>
Operating Expenses	(5,437)	(4,754)	(5,177)	(5,017)	(5,060)
Other Incomes	269	119	227	652	274
<b>Operating Profit</b>	<b>4,200</b>	<b>3,468</b>	<b>3,989</b>	<b>3,755</b>	<b>3,940</b>
Depreciation of fixed assets	(455)	(465)	(512)	(526)	(576)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>4,655</b>	<b>3,933</b>	<b>4,501</b>	<b>4,280</b>	<b>4,517</b>
<b>Non-Operating Income</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Interest Income	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	0	0	0	0	0
<b>Non-Operating Expense</b>	<b>(515)</b>	<b>(550)</b>	<b>(427)</b>	<b>(525)</b>	<b>(459)</b>
Interest Expense	(515)	(550)	(427)	(525)	(459)
Other Non-op Expense	0	0	0	0	0
<b>Equity Income/(Loss)</b>	<b>0</b>	<b>10</b>	<b>29</b>	<b>58</b>	<b>88</b>
<b>Pretax Profit</b>	<b>3,685</b>	<b>3,108</b>	<b>3,603</b>	<b>3,850</b>	<b>3,569</b>
Current Taxation	(858)	(705)	(768)	(678)	(731)
Minorities	56	51	63	51	55
Extraordinaries items	0	180	11	562	0
<b>Net Profit</b>	<b>2,771</b>	<b>2,353</b>	<b>2,772</b>	<b>3,121</b>	<b>2,783</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>2,771</b>	<b>2,173</b>	<b>2,761</b>	<b>2,559</b>	<b>2,783</b>
EPS (Bt)	1.27	1.07	1.27	1.43	1.27
Normalized EPS (Bt)	1.27	0.99	1.26	1.17	1.27

Source: KGI Securities Research

**Cash Flow**

Year to 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>Operating Cash Flow</b>	<b>9,956</b>	<b>13,577</b>	<b>11,944</b>	<b>3,498</b>	<b>4,575</b>
Net Profit	2,771	2,353	2,772	3,121	2,783
Depreciation & Amortization	455	465	512	526	576
Change in Working Capital	6,675	10,898	8,637	421	1,249
Others					
<b>Investment Cash Flow</b>	<b>(450)</b>	<b>(3,025)</b>	<b>(4,719)</b>	<b>(2,447)</b>	<b>(3,475)</b>
Net CAPEX	(1,921)	(1,609)	(2,046)	(773)	(1,410)
Change in LT Investment	0	(717)	(2,788)	(1,890)	(2,112)
Change in Other Assets	71	296	(4)	(95)	(7)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>9,506</b>	<b>10,551</b>	<b>7,225</b>	<b>1,051</b>	<b>1,100</b>
<b>Financing Cash Flow</b>	<b>(9,944)</b>	<b>(8,540)</b>	<b>(6,696)</b>	<b>(1,041)</b>	<b>(1,632)</b>
Change in Share Capital	0	0	0	0	0
Net Change in Debt	(7,112)	(6,423)	(5,366)	2,061	524
Change in Other LT Liab.	(61)	(16)	771	(914)	(55)
<b>Net Cash Flow</b>	<b>(438)</b>	<b>2,011</b>	<b>529</b>	<b>10</b>	<b>(532)</b>

Source: KGI Securities Research

**Rates of Return on Invested Capital**

Year	1-	COGS Revenue	+	Depreciation Revenue	+	Operating Exp. Revenue	=	Operating Margin
2019		64.6%		1.1%		17.7%		16.6%
2020		68.0%		1.6%		18.6%		11.9%
2021		71.4%		1.6%		16.8%		10.2%
2022		68.5%		1.8%		18.2%		11.4%
2023F		68.8%		2.0%		19.3%		11.4%
Year	1/	Working Capital Revenue	+	Net PPE Revenue	+	Other Assets Revenue	=	Capital Turnover
2019		1.4		0.1		2.0		0.3
2020		1.8		0.2		2.5		0.2
2021		1.6		0.2		2.3		0.2
2022		1.5		0.3		2.1		0.3
2023F		1.6		0.3		2.3		0.2
Year		Operating Margin	x	Capital Turnover	x	Cash Tax Rate	=	After-tax Return on Inv. Capital
2019		16.6%		0.3		22.2%		1.0%
2020		11.9%		0.2		23.3%		0.6%
2021		10.2%		0.2		22.7%		0.6%
2022		11.4%		0.3		21.3%		0.6%
2023F		11.4%		0.2		17.6%		0.5%

Source: KGI Securities Research


**Pruksa Holding – Recommendation & target price history**



Date	Rating	Target	Price
29-Jun-23	Neutral	12.60	12.60
21-Feb-23	Neutral	13.40	13.70
14-Nov-22	Outperform	14.20	12.20


Source: KGI Securities Research

# Corporate Governance Report of Thai Listed Companies



### Companies with Excellent CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL
AMA	AMA MARINE	GGC	GLOBAL GREEN CHEMICALS	PYLON	PYLON
AMATA	AMATA CORPORATION	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	HANA	HANA MICROELECTRONICS	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	RS	RS
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	INTUCH	SHIN CORPORATION	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	IVL	INDORAMA VENTURES	SCCC	SIAM CITY CEMENT
BCPG	BCPG	KBANK	KASIKORN BANK	SEAFECO	SEAFECO
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KCE	KCE ELECTRONICS	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER
BEC	BEC WORLD	KKP	KIATNAKIN BANK	SPALI	SUPALAI
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	KTB	KRUNG THAI BANK	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
BGRIM	B.GRIMM POWER	KTC	KRUNGTHAI CARD	SVI	SVI
BPP	BANPU POWER	LH	LAND AND HOUSES	TACC	T.A.C. CONSUMER
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TCAP	THANACHART CAPITAL
CENDEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MAKRO	SIAM MAKRO	THCOM	THAI COM
CK	CH. KARNCHANG	MBK	MBK	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
CKP	CK POWER	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TOP	THAI OIL
CPALL	CP ALL	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	PLANB	PLAN B MEDIA	TTB	TMBTHANACHART BANK
CPN	CENTRAL PATTANA	PSH	PRUKSA HOLDING	VGI	VGI GLOBAL MEDIA
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	PTG	PTG ENERGY	WHA	WHA CORPORATION
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PTT	PTT	WHAUP	



### Companies with Very Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMENT	GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	SAPPE	SAPPE
BBL	BANGKOK BANK	JMT	JMT NETWORK SERVICES	SAWAD	SRI SAWAD POWER 1979
CBG	CARABAO GROUP	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	SINGER	SINGER THAILAND
CHG	CHULARAT HOSPITAL	M	MK RESTAURANT GROUP	SPA	SIAM WELLNESS GROUP
COM7	COM7	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	TFG	THAIFOODS GROUP
DOHOME	DOHOME	MEGA	MEGA LIFESCIENCES	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
ERW	THE ERAWAN GROUP	NETBAY	NETBAY	ZEN	ZEN CORPORATION GROUP
GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	OSP	OSOTSPA		



### Companies with Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	ESSO	ESSO (THAILAND)	SF	SIAM FUTURE DEVELOPMENT
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	HUMAN	HUMANICA	SISB	SISB
EKH	EKACHAI MEDICAL CARE	RBF	R&B FOOD SUPPLY	TPCH	TPC POWER HOLDING

### Companies classified Not in the three highest score groups

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
IIG	I&I GROUP	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND)
KEX	KERRY EXPRESS (THAILAND)	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION		

Source: www.thai-iod.com

**Disclaimer:** The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on inside information. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of such survey result.

## Anti-corruption Progress Indicator

### Level 5: Extended

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
BBL	BANGKOK BANK	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	ROBINS	ROBINSON DEPARTMENT STORE
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KBANK	KASIKORNBANK	SIRI	SANSIRI
BIGC	BIG C SUPERCENTER	KCE	KCE ELECTRONICS	SPALI	SUPALAI
CK	CH. KARNCHANG	KKP	KIATNAKIN BANK	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
DCC	DYNASTY CERAMIC	KTB	KRUNG THAI BANK	TCAP	THANACHART CAPITAL
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
DRT	DIAMOND ROOFING TILES	PACE	PACE DEVELOPMENT CORPORATION	TMT	THAI METAL TRADE
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTT	PTT	TOP	THAI OIL
GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL		

### Level 4: Certified

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	ERW	THE ERAWAN GROUP	SAPPE	SAPPE
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	GLOW	GLOW ENERGY	SAWAD	SRISAWAD POWER 1979
BA	BANGKOK AIRWAYS	GUNKUL	GUNKUL ENGINEERING	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	ILINK	INTERLINK COMMUNICATION	SCN	SCAN INTER
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	KTC	KRUNGTHAI CARD	SEAFCO	SEAFCO
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	LH	LAND AND HOUSES	SVI	SVI
BJCHI	BJC HEAVY INDUSTRIES	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TASCO	TIPCO ASPHALT
CBG	CARABAO GROUP	MAKRO	SIAM MAKRO	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MALEE	MALEE SAMPRAN	TMB	TMB BANK
CHG	CHULARAT HOSPITAL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TRT	TIRATHAI
CKP	CK POWER	MODERN	MODERNFORM GROUP	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	NOK	NOK AIRLINES	TVO	THAI VEGETABLE OIL
CPN	CENTRAL PATTANA	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION		
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PYLON	PYLON		

### Level 3: Established

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	MTLS	MUANGTHAI LEASING	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
CPALL	CP ALL	SCI	SCI ELECTRIC		

### No progress

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	BPP	BANPU POWER	FN	FN FACTORY OUTLET
BPCG	BPCG	BTS	BTS GROUP HOLDINGS	TPCH	TPC POWER HOLDING

Source: [www.cgthailand.org](http://www.cgthailand.org)

**Disclaimer:** The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment result.



**KGI Locations**

<b>China</b>	Shanghai	Room 2703B-2704, Tower A , Shanghai Dawning Centre,500 Hongbaoshi Road Shanghai, PRC 201103
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
<b>Taiwan</b>	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
<b>Hong Kong</b>		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
<b>Thailand</b>	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014
<b>Singapore</b>		4 Shenton Way #13-01 SGX Centre 2 Singapore 068807 Telephone 65.6202.1188 Facsimile 65.6534.4826

**KGI's Ratings**

<b>Rating</b>	<b>Definition</b>
Outperform (OP)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)..
Neutral (N)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)
Under perform (U)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances.  Excess return = 12M target price/current price-
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

**Disclaimer**

KGI Securities (Thailand) Plc. ( "The Company" ) disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.