

Bangkok Dusit Medical Services (BDMS TB)

เติบโตปานกลางหลังโควิด

คงแนะนำ ถือ เพิ่ม TP เป็น 31 บาท

เราคงคำแนะนำ "ถือ" และเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้น 7% เป็น 31 บาท เพื่อสะท้อนรายได้ที่เติบโต 6.8% ในปี 66 ตามที่บริษัทตั้งเป้าไว้ เราปรับเพิ่มประมาณการรายได้ขึ้น 1.8-2.7% และ 0-0.3ppt ในส่วนของ EBITDA margin สำหรับปี 66 และ 67 ส่งผลให้กำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 4.8-5.5% ทั้งนี้ เราประเมินกำไรหลักอาจเติบโตเพียง 3.9% ในปี 66 (ลดลงจาก 58.8% ในปี 65) เนื่องจากฐานที่สูง ซึ่งรวมถึงสัดส่วนรายได้จากโควิด 11% ด้วย เราชอบ CHG มากกว่า (CHG ราคา 3.64 บาท ราคาเป้าหมาย 4.40 บาท) เนื่องจากเป็นผู้นำในพื้นที่ระเบียงเศรษฐกิจพิเศษภาคตะวันออก (EEC) ที่เติบโตอย่างรวดเร็ว ซึ่งเป็นศูนย์กลางอุตสาหกรรมของประเทศไทย

คาดการณ์เติบโต 6-8% ต่อปี ในอีกสามปีข้างหน้า

BDMS ได้เปิดเผยเป้าหมายทางการเงินในอีก 3 ปี ซึ่งเราได้นำมาคำนวณในประมาณการของเราแล้ว ได้แก่ 1) การเติบโตเฉลี่ยสะสมต่อปีของรายได้ที่ 6-8% CAGR ในช่วงปี 66-68 (เราคาด 7.6% CAGR) และ 2) EBITDA margin 23-24% (เราคาด 23.6%) ทั้งนี้ เราประเมินว่าการเติบโตของรายได้ตั้งแต่ปี 66-68 น่าจะชะลอลงเหลือ 7.6% CAGR เทียบกับ 22.8% ในปี 65 ดังนั้น การเติบโตของกำไรหลักอาจชะลอลงเหลือ 3.9% ในปี 66 จาก 58.8% ในปี 65 จากฐานที่สูงในปี 65 จากรายได้ที่เกี่ยวข้องกับโควิด

มุ่งเน้นผู้ป่วยประกันสังคมมากขึ้น

ปัจจุบัน BDMS มีโรงพยาบาลประกันสังคม 8 แห่ง และมีแผนจะเพิ่มอีกหนึ่งแห่งที่ศรีราชาในปี นี้ แม้ว่าโรงพยาบาลประกันสังคมจะมีสัดส่วนเล็กน้อยที่จะเป็นตัวขับเคลื่อนการเติบโต (9 จาก 62 โรงพยาบาลในปี 69) แต่เราเชื่อว่าจะทำให้ BDMS เข้ามาชิงส่วนแบ่งในตลาดที่กำลังทำได้

คะแนน ESG อยู่ที่ 75 สูงกว่าค่าเฉลี่ย

เราให้คะแนน ESG ของ BDMS ที่ 75 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ย 50% โดยในด้านสิ่งแวดล้อม BDMS มีเป้าหมายที่ชัดเจนในการลดการปล่อยคาร์บอนลง 30% (เส้นฐานในปี 65) ในปี 73 และ 60% ในปี 83 และมีการปล่อยคาร์บอนสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 93 ในด้านสังคม BDMS มีการให้ออกาสที่เท่าเทียมกัน โดยจำนวนผู้จัดการหญิงคิดเป็น 69% ของผู้จัดการทั้งหมด ในด้านธรรมาภิบาล กรรมการ 29% มีความเป็นอิสระ สอดคล้องกับที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กำหนด

FYE Dec (THB m)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenue	75,714	92,968	99,305	107,229	115,951
EBITDA	17,549	22,941	23,743	25,316	27,375
Core net profit	7,936	12,606	13,098	14,194	15,449
Core EPS (THB)	0.50	0.79	0.82	0.89	0.97
Core EPS growth (%)	33.6	58.8	3.9	8.4	8.8
Net DPS (THB)	0.45	0.45	0.41	0.45	0.49
Core P/E (x)	46.1	36.6	35.2	32.5	29.8
P/BV (x)	4.4	5.1	4.6	4.3	4.0
Net dividend yield (%)	2.0	1.6	1.4	1.5	1.7
ROAE (%)	9.2	14.5	13.8	13.7	13.8
ROAA (%)	6.0	9.3	9.1	9.5	9.8
EV/EBITDA (x)	21.2	20.2	19.1	17.6	16.0
Net gearing (%) (incl perps)	2.1	net cash	net cash	net cash	net cash
Consensus net profit	-	-	13,027	14,189	15,120
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	0.5	0.0	2.2

Yuwanee Prommaporn
Yuwanee.P@maybank.com
(66) 2658 5000 ext 1393

HOLD

Share Price THB 29.00
12m Price Target THB 31.00 (+7%)
Previous Price Target THB 29.50

Company Description

BDMS is the largest private hospital operator in Thailand, with 57 hospitals around the country, serving mid to high-end patients.

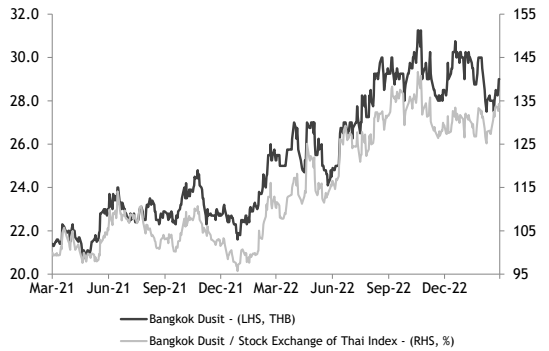
Statistics

52w high/low (THB)	31.25/24.10
3m avg turnover (USDm)	31.6
Free float (%)	64.2
Issued shares (m)	15,892
Market capitalisation	THB460.9B USD13.5B

Major shareholders:

Mr. Prasert Prasatthongosoj	15.8%
Viriyah Insurance	6.0%
Bangkok Airways	5.2%

Price Performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	(2)	2	15
Relative to index (%)	2	4	22

Source: FactSet

Value Proposition

- BDMS is the largest hospital chain in Thailand (57 sites).
- BDMS has a well-diversified portfolio with hospitals under five brands. Each brand has a different patient target and level of medical treatment.
- In the long term, BDMS hopes to leverage its vast network to benefit from Thailand's aging society.

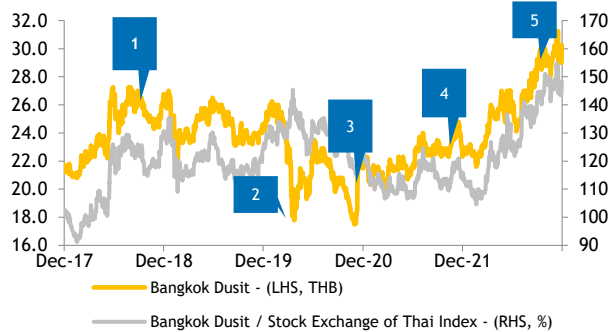
BDMS provides a full suite of healthcare services



Source: Company

Price Drivers

Historical share price trend



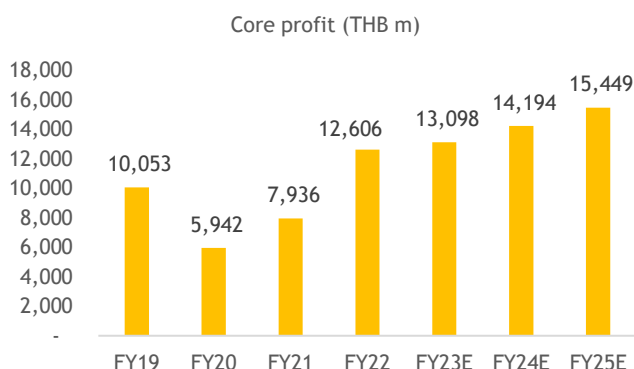
Source: Company, MST

1. Medical supplies and medical service charges added to the list of controlled goods & services.
2. Thailand implemented country-wide lockdowns.
3. Covid containment and improving outlook in 4Q20.
4. Thailand's re-opening led to the return of medical tourists
5. 3Q22 outperformed expectations with the fast recovery of medical tourists.

Financial Metrics

- Following the emergence of Covid-19 and the subsequent shutdown in Thailand in April 2020, BDMS's international patients (30% of normalised income) were unable to enter the country until the reopening in November 2021.
- This is why profit surged 59% in FY22.
- From FY22-25E, we take into account management's guidance of revenue growth of 6-8% p.a. which leads to core profit growth of 3.9-8.8% p.a. during this period.

We expect core profit to grow only 3.9% in FY23E



Source: BDMS, MST

Swing Factors

Upside

- Stronger-than-expected recovery in medical tourists.
- Stronger EBITDA margin trend than expected, due to more effective cost controls, especially by leveraging its vast network to achieve greater economies of scale.
- Robust sales growth from its Centers of Excellence, which offer high-margin specialised treatments.

Downside

- Weaker-than-expected recovery in medical tourists.
- Stronger THB could hurt demand from international patients.
- Price controls by the Thai government, especially on medicine, could hurt BDMS's profitability.

Risk Rating & Score ¹	27.6 Medium Risk
Score Momentum ²	-0.1
Last Updated	7 April 2022
Controversy Score ³ (Updated: 23 March 2023)	No evidence of controversies

Business Model & Industry Issues

- As a premium hospital operator, BDMS's services could be considered pricey for many patients. For this reason, in the past few years, the government has started to monitor private hospitals' prices, especially for medicine. BDMS is required to inform (and make public) the Ministry of Commerce of the prices of medicines on the Universal Coverage Emergency Patients list and other medicines as determined by the ministry. BDMS has complied with this regulation. We think the increased transparency in medicine pricing should be fairer to all patients.
- BDMS was selected as a member of "Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) - Emerging Market" in 2021, the first Thai healthcare company to pass the evaluation.
- BDMS relies heavily on foreign patients as about 30% of its normalised income is earned from foreign patients and this is a risk. Due to the pandemic, which affects fly-in patients, BDMS is now focusing more on domestic patients but this may take some time to bear fruit.
- BDMS's ESG policy is posted on its website and this gives direction and clarity to all stakeholders to follow.

Material E issues

- In 2021, BDMS piloted the project to assess greenhouse gas emission from every activity of Bangkok Hospital, the head office, conducted by Bureau Veritas, Thailand.
- It plans to minimise greenhouse gas emissions, and this should be a part of the selection criteria for trade partners.
- The company has a policy to conserve energy. It uses energy conserving techniques for air conditioning and heating its hospitals.
- BDMS has a waste-reduction policy by reusing, reducing and recycling. It works with Siam Cement Group to recycle waste such as PET bottles to make garbage cans and T-shirts.
- The company used "Leadership in Energy and Environmental Design" for modelling new hospital buildings to reduce energy consumption. It also plans to install solar cells to produce electricity and use solar collectors to boil water for patient's use.
- The company publishes its environmental policy on its website to provide staff with direction on environmental management.
- BDMS conducts business in accordance with the environmental standard of The Institute of Hospital Quality Improvement and Association and the Joint-Commission International. BDMS is accredited by both organisations.

Material S issues

- The company provides health checks for communities around the hospitals nationwide.
- BDMS also regularly donates medical equipment to charities.
- BDMS respects human rights and has a policy to treat all staff equally without any bias for race, religion, age or sex.
- The company has a "fair trade" policy that dictates fair pricing and ethical dealing. In addition, BDMS will avoid buying from suppliers who violate human rights or have illegal business operations.

Key G metrics and issues

- There are 7 independent directors on the 18-member board, more than the one-third required by the SET.
- Two directors on the board of directors are female.
- There are 3 directors in the audit committee, all are independent.
- Each director in the audit committee can serve up to 3 years.
- Executive management received THB86.09m in compensation in 2021, or 1.08% of core profit.
- The company's director cannot hold directorship in more than 5 companies.
- BDMS has a corporate governance policy that the board of directors review at least once a year.
- BDMS has a whistle-blower policy to protect those reporting any misconduct.
- EY is the company's auditor and received THB30.2m in audit fee, in addition to THB0.425m for consulting and training services, in 2021.
- The company has a whistle-blower policy on its website. In addition, it sets up different channels (email and post) for filing complaints and recommendations.
- The company has a clear succession plan, especially for the role of president.
- BDMS faces regulatory risk as the Thai government controls medical services prices, especially for medicines. On 29 May 2019, the Ministry of Commerce stipulated that all hospitals should inform (and make public) the ministry of the prices of medicines on the Universal Coverage Emergency Patients list and other medicines as determined by the ministry. BDMS has complied with this regulation.

¹**Risk Rating & Score** - derived by Sustainalytics and assesses the company's exposure to unmanaged ESG risks. Scores range between 0 - 50 in order of increasing severity with low/high scores & ratings representing negligible/significant risk to the company's enterprise value, respectively, from ESG-driven financial impacts. ²**Score Momentum** - indicates changes to the company's score since the last update - a **negative** integer indicates a company's improving risk score; a **positive** integer indicates a deterioration. ³**Controversy Score** - reported periodically by Sustainalytics in the event of material ESG-related incident(s), with the impact severity scores of these events ranging from Category 0-5 (0 - no reports; 1 - negligible risks; ...; 5 - poses serious risks & indicative of potential structural deficiencies at the company).

ESG@MAYBANK IBG

Quantitative Parameters (Score: 65)							
	Particulars	Unit	2019	2020	2021	2022	
E	Scope 1 GHG emissions	m tCO2e	9,083	7,717	8,674	33,688	
	Scope 2 GHG emissions	m tCO2e	100,090	96,433	95,936	208,852	
	Total	m tCO2e	109,174	104,150	104,610	242,541	
	Scope 3 GHG emissions	m tCO2e	N/A	N/A	N/A	N/A	
	Total	m tCO2e	109,174	104,150	104,610	242,541	
			tCO2e/adj				
	Scope 1 & 2 emissions intensity	patient days	54.3	68.3	52.3	63.4	
	Average electricity consumption per sq.m.	kWhr/sq. m	157.97	151.91	145.21	214.16	
	Waste diverted away from disposal	%	14%	14%	16%	25%	
	Average hazardous waste generation per patient	Kg/adj patients days	1.2	1.4	1.5	1.4	
Cases of environmental non-compliance	number	0	0	0	0		
S	% of women in workforce	%	82.6%	82.6%	82.8%	82.8%	
	% of women in management roles	%	68.2%	68.7%	70.3%	68.7%	
	Full-time employee training hour	Average training hour per person	52	39	34	35	
	Lost time injury frequency (LTIF) rate	Per 1 million hours worked	0.09	0.06	0.02	0.00	
	Patient satisfaction score/Net promoter score	rate	87%	89%	90%	92%	
G	Board salary as % of reported net profit	%	1.03%	1.77%	1.08%	0.68%	
	Independent directors on the Board	%	29%	25%	50%	29%	
	Female directors on the Board	%	7%	13%	11%	12%	
	Incidents of data privacy/security breaches	Number	0%	0%	0%	0%	

Qualitative Parameters (Score: 67)	
a) Is there an ESG policy in place and whether there is a standalone ESG committee or is it part of a risk committee?	<i>Yes. BDMS has a Sustainability Development Policy and a Sustainability Development Committee headed by the President and reports to the Board of Directors.</i>
b) Is the senior management salary linked to fulfilling ESG targets?	<i>Yes. The company has ESG KPI targets for evaluating the performance of BDMS senior management that is linked to salary.</i>
c) has the company been involved in controversies which has impacted its stock price performance materially?	<i>No controversies.</i>
d) Does the company have a mechanism to capture Scope 3 emissions - which parameters are captured?	<i>No. Currently, the company does not have a mechanism to capture Scope 3 emissions.</i>
e) What are the 2-3 key carbon mitigation/water/waste management strategies adopted by the company?	<i>Increase utilisation of renewable energy, decrease waste in operation and develop a coalition for net-zero target.</i>
f) Does carbon offset form part of the net zero/carbon neutrality target of the company?	<i>Yes, carbon offset forms part of the net-zero target of the company.</i>

Target (Score: 100)		
Particulars	Target	Achieved
Reduce scope 1&2 intensity	5%	-
Percentage of non-hazardous waste is utilised	22%	22%
Number of access to health services projects in communities in Thailand	500	817
Reduce 2030 emissions vs 2022 baseline	30%	-
Reduce 2040 emissions vs 2022 baseline	60%	-
Net-zero emissions by 2050	2050	-
Impact		
NA		
Overall Score: 75		
As per our ESG matrix, Bangkok Dusit Medical Services (BDMS) has an overall score of 75		

ESG score	Weights	Scores	Final Score
Quantitative	50%	65	33
Qualitative	25%	67	17
Target	25%	100	25
Total			75

As per our ESG assessment, BDMS has an established framework, internal policies, and tangible mid/long-term targets but needs to make headway in improving its quantitative "G" metrics YoY especially in terms of female participation at the board level. BDMS's overall ESG score is 74, which makes its ESG rating above average in our view (average ESG rating = 50; refer to Appendix I for our ESG Assessment Scoring).

Fig 1: BDMS’s guidance for the next three years

Key Growth Drivers and Target for the Next 3 Years (2023-25E)



Key Growth	Key Drivers
Revenues Organic 3 yrs CAGR growth of 6-8% p.a. <i>(If excluding COVID-19 in 2022, revenue growth would be 10-12% p.a.)</i>	Fly-in patients <ul style="list-style-type: none"> Pent-up demand from Middle East, China and CLMV Tourists & long-stay tourism rebound i.e. Europe, Australia New markets i.e. Saudi Arabia, Bangladesh Thai & Expat patients <ul style="list-style-type: none"> Aging population (Center of Excellence (CoE) & hospital networks) Social security (Increase BDMS market share in social security)
BDMS Health Ecosystem aim to capture 5+ million registered users	<ul style="list-style-type: none"> Bringing all of BDMS trusted healthcare and wellness network to entire Thailand, anytime, anywhere & beyond Become a ‘Super-App’ as BDMS digital-front-door for virtual care B2B partnerships to increase user base esp. insurance focus corporate partnership Partnering with Healthtech to excel in product innovation and customer experience
Occupancy rate target of 70-75%	<ul style="list-style-type: none"> Increase patient volumes (value-based pricing, increasing 3rd party payors) Proactive strategies to bring in new patients (preventive care, health ecosystem)
EBITDA margin target of 23-24%	<ul style="list-style-type: none"> Improving revenue intensity & case mix index (CoE & Fly-in patients) Increasing economies of scale & operational efficiency

Source: BDMS

Fig 2: BDMS’s two new hospitals from FY23E-26E will be in the EEC area: Bangkok Rayong Cancer, Phyathai Sriracha and Bangkok Pluakdaeng, all opened in FY23

Hospital Projects in the Pipeline



Expanding Bed Capacity at New/Existing Hospitals



Source: BDMS

Fig 3: Changes of assumptions

	----- New-----		-----Previous----		-----Change %-----	
	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E
Revenues (THB m)	99,305	107,229	97,579	104,423	1.8	2.7
EBITDA margin (%)	23.9	23.6	23.6	23.6	0.3	0.0
Core profit (THB m)	13,098	14,194	12,411	13,543	5.5	4.8

Source: MST

Fig 4: DCF summary

DCF calculation (THBm)	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E	TV
EBITDA	23,743	25,316	27,375	29,654	32,024	34,285	36,769	39,361	
Share of associate net income	46	51	56	61	67	74	81	90	
Adjusted tax	-3,553	-3,746	-4,041	-4,374	-4,712	-5,013	-5,337	-5,671	
Working capital	534	1,238	1,363	1,416	1,462	1,377	1,510	1,565	
Capex	-6,243	-8,220	-8,889	-11,171	-10,921	-13,521	-14,441	-15,314	
FCF	14,526	14,639	15,863	15,587	17,921	17,202	18,583	20,030	636,894
WACC	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
FCF PV	14,526	13,719	13,933	12,830	13,825	12,436	12,590	12,718	379,002
Sum of PV	485,579								

Source: MST

Fig 5: DCF valuation

DCF valuation at FY23E	THB m	THB/share
Core operating assets	485,579	30.6
Cash & liquid assets	15,933	0.9
Investments	963	0.1
Entity valuation	502,475	31.6
Less: Debt	(3,878)	(0.3)
Less: Preferred equity	0	0.0
Less: Minorities	(4,546)	(0.3)
Residual ordinary equity	494,051	31.00

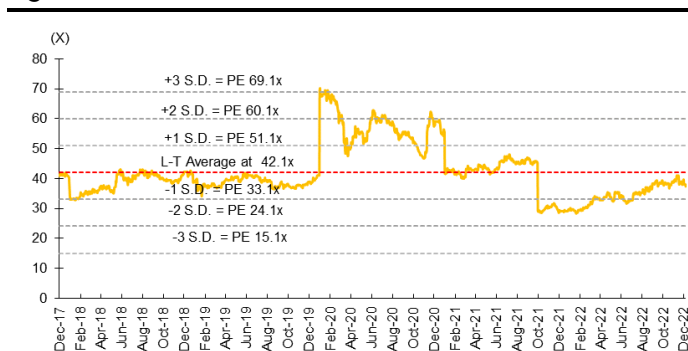
Source: MST

Fig 6: DCF assumptions

Assumptions	
Risk free rate (%)	3.00
Market risk premium (%)	7.40
Cost of equity (%)	8.77
Cost of debt (%)	3.20
WACC (%)	6.70
Terminal growth (%)	3.45

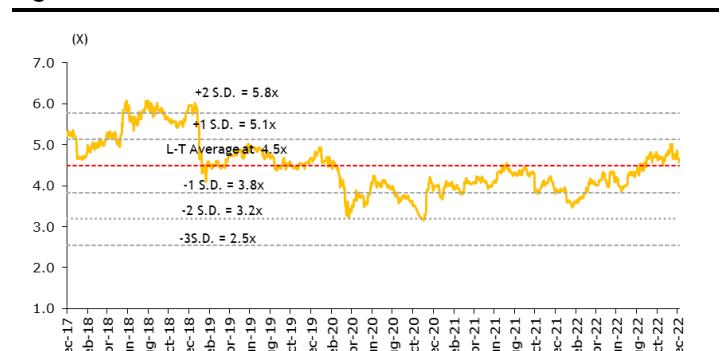
Source: MST

Fig 7: P/E band



Source: Bloomberg

Fig 8: P/BV band



Source: Bloomberg

Appendix 1

Methodology of our proprietary ESG scoring methodology.

We evaluate the ESG ratings based on quantitative, qualitative and ESG targets. We assign a score for each of these three parameters. The overall rating is based on the weighted average of the scores: quantitative (50%), qualitative (25%) and ESG target (25%).

For the quantitative, qualitative and ESG target, the sub-parameters are assigned a score - '0' for data not available, '+1' for improving trajectory, positive change, 'Yes', better than peers or a positive number if historical is not available and '-1' for declining trajectory, negative change, 'No', lower than peers or a negative number.

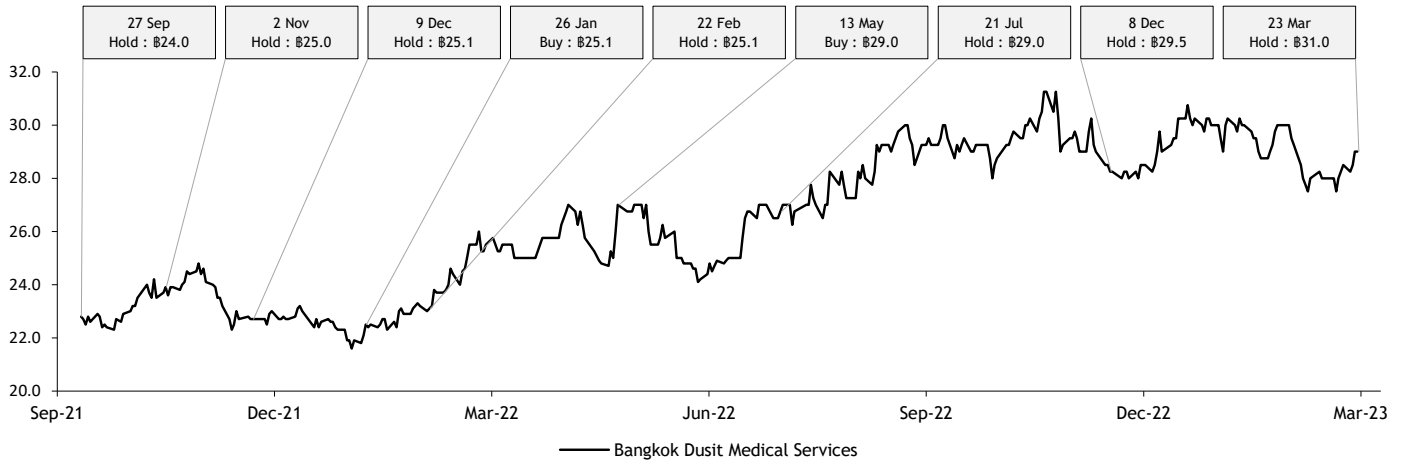
The total of the scores of all the sub-parameters is divided by the total number of sub-parameters, to derive the score of each of the three parameters. The sub-parameters may be different for different industries depending on the key areas to monitor for each industry. A company should achieve a minimum score of 50 for an average ESG rating.

FYE 31 Dec	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Key Metrics					
P/E (reported) (x)	44.7	33.5	35.2	32.5	29.8
Core P/E (x)	46.1	36.6	35.2	32.5	29.8
P/BV (x)	4.4	5.1	4.6	4.3	4.0
P/NTA (x)	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
Net dividend yield (%)	2.0	1.6	1.4	1.5	1.7
FCF yield (%)	3.3	3.2	3.1	3.2	3.5
EV/EBITDA (x)	21.2	20.2	19.1	17.6	16.0
EV/EBIT (x)	33.1	27.3	25.9	23.9	21.7
INCOME STATEMENT (THB m)					
Revenue	75,714.0	92,967.6	99,305.3	107,229.3	115,951.2
EBITDA	17,549.2	22,941.4	23,742.9	25,315.9	27,375.3
Depreciation	(6,321.3)	(5,949.6)	(6,209.0)	(6,666.1)	(7,205.8)
Amortisation	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	11,228.0	16,991.8	17,533.8	18,649.8	20,169.5
Net interest income / (exp)	(655.3)	(552.2)	(327.6)	10.2	149.9
Associates & JV	21.1	41.8	46.0	50.6	55.7
Exceptionals	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pretax profit	10,593.7	16,481.4	17,252.2	18,710.6	20,375.0
Income tax	(2,103.4)	(3,227.2)	(3,441.2)	(3,732.0)	(4,063.9)
Minorities	(554.3)	(648.0)	(712.8)	(784.1)	(862.5)
Discontinued operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reported net profit	7,936.1	12,606.2	13,098.2	14,194.5	15,448.6
Core net profit	7,936.1	12,606.2	13,098.2	14,194.5	15,448.6
BALANCE SHEET (THB m)					
Cash & Short Term Investments	10,933.7	12,668.0	15,932.9	20,526.2	29,578.5
Accounts receivable	9,130.8	10,484.5	10,881.7	10,881.7	10,881.7
Inventory	2,004.9	2,211.3	2,326.7	2,512.4	2,716.7
Reinsurance assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Property, Plant & Equip (net)	79,689.1	81,860.0	81,928.9	83,494.3	85,189.5
Intangible assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investment in Associates & JVs	931.0	963.5	963.5	963.5	963.5
Other assets	25,764.1	33,355.7	33,521.7	33,729.2	33,957.7
Total assets	128,453.6	141,542.9	145,555.4	152,107.2	163,287.6
ST interest bearing debt	268.9	1,380.4	1,380.4	200.0	200.0
Accounts payable	5,034.6	6,176.0	6,498.4	7,017.0	7,587.7
Insurance contract liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
LT interest bearing debt	12,496.1	10,497.8	2,497.8	0.0	0.0
Other liabilities	22,889.0	29,776.0	30,833.0	32,115.0	33,511.0
Total Liabilities	40,688.7	47,830.1	41,210.0	39,332.3	41,298.8
Shareholders Equity	83,845.2	89,879.3	99,799.0	107,444.4	115,795.8
Minority Interest	3,919.7	3,833.5	4,546.4	5,330.5	6,193.0
Total shareholder equity	87,764.9	93,712.8	104,345.4	112,774.9	121,988.8
Total liabilities and equity	128,453.6	141,542.9	145,555.4	152,107.2	163,287.6
CASH FLOW (THB m)					
Pretax profit	10,593.7	16,481.4	17,252.2	18,710.6	20,375.0
Depreciation & amortisation	6,321.3	5,949.6	6,209.0	6,666.1	7,205.8
Adj net interest (income)/exp	(773.6)	(631.4)	(362.2)	(1.4)	138.3
Change in working capital	1,761.3	1,979.6	534.1	1,238.5	1,363.2
Cash taxes paid	(2,309.9)	(3,403.8)	(3,553.4)	(3,746.4)	(4,041.4)
Other operating cash flow	405.9	2,070.8	213.2	219.4	226.2
Cash flow from operations	16,632.9	22,956.6	20,574.4	23,026.1	25,061.5
Capex	(4,578.9)	(8,041.3)	(6,243.3)	(8,219.9)	(8,889.5)
Free cash flow	12,054.0	14,915.2	14,331.2	14,806.1	16,172.0
Dividends paid	(12,737.7)	(12,737.7)	(3,178.4)	(6,549.1)	(7,097.2)
Equity raised / (purchased)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in Debt	(8,338.7)	(886.9)	(8,000.0)	(3,678.2)	0.0
Other invest/financing cash flow	289.7	443.7	112.2	14.4	(22.5)
Net cash flow	(8,732.7)	1,734.4	3,264.9	4,593.2	9,052.3

FYE 31 Dec	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Key Ratios					
Growth ratios (%)					
Revenue growth	9.7	22.8	6.8	8.0	8.1
EBITDA growth	17.5	30.7	3.5	6.6	8.1
EBIT growth	31.8	51.3	3.2	6.4	8.1
Pretax growth	15.9	55.6	4.7	8.5	8.9
Reported net profit growth	11.4	58.8	3.9	8.4	8.8
Core net profit growth	33.6	58.8	3.9	8.4	8.8
Profitability ratios (%)					
EBITDA margin	23.2	24.7	23.9	23.6	23.6
EBIT margin	14.8	18.3	17.7	17.4	17.4
Pretax profit margin	14.0	17.7	17.4	17.4	17.6
Payout ratio	90.1	56.7	50.0	50.0	50.0
DuPont analysis					
Net profit margin (%)	10.5	13.6	13.2	13.2	13.3
Revenue/Assets (x)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
Assets/Equity (x)	1.5	1.6	1.5	1.4	1.4
ROAE (%)	9.2	14.5	13.8	13.7	13.8
ROAA (%)	6.0	9.3	9.1	9.5	9.8
Liquidity & Efficiency					
Cash conversion cycle	18.3	16.4	14.8	12.9	10.2
Days receivable outstanding	38.8	38.0	38.7	36.5	33.8
Days inventory outstanding	14.0	13.0	13.3	13.2	13.2
Days payables outstanding	34.5	34.6	37.2	36.8	36.7
Dividend cover (x)	1.1	1.8	2.0	2.0	2.0
Current ratio (x)	1.5	1.3	1.5	1.6	1.9
Leverage & Expense Analysis					
Asset/Liability (x)	3.2	3.0	3.5	3.9	4.0
Net gearing (%) (incl perps)	2.1	net cash	net cash	net cash	net cash
Net gearing (%) (excl. perps)	2.1	net cash	net cash	net cash	net cash
Net interest cover (x)	17.1	30.8	53.5	na	na
Debt/EBITDA (x)	0.7	0.5	0.2	0.0	0.0
Capex/revenue (%)	6.0	8.6	6.3	7.7	7.7
Net debt/ (net cash)	1,831.4	(789.8)	(12,054.7)	(20,326.2)	(29,378.5)

Source: Company; Maybank IBG Research

Historical recommendations and target price: Bangkok Dusit Medical Services (BDMS TB)



APPENDIX I : TERMS FOR PROVISION OF REPORT, DISCLOSURES AND DISCLAIMERS

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อเป็นการให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานนี้ นักลงทุนควรพึงตระหนักไว้เสมอว่า มูลค่าของหุ้นอาจมีความผันผวน มีการเพิ่มขึ้นและลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งอาจมีความแตกต่างกัน การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางเทคนิค อาจใช้วิธีการที่แตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน โดยขึ้นอยู่กับปัจจัยทางด้านราคา และมูลค่าการซื้อขาย ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้นผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ และผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ในฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่ได้รับหรืออ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เพราะฉะนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีคุณภาพเชื่อถือได้ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และ (บริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก "Maybank IBG" ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบเรียงสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง Maybank IBG และ เจ้าหน้าที่ ,กรรมการ ,บริษัทร่วม และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน รวมเรียกว่า "Representatives" จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรงหรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล ,ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

บทวิเคราะห์นี้อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ซึ่งส่วนใหญ่จะเห็นได้จากการใช้คำต่างๆ เหล่านี้ เช่น "คาดว่า" "เชื่อว่า" "คาดการณ์ว่า" "มีแนวโน้มว่า" "มีแผนว่า" "ประมาณการ" หรือ การอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ "อาจ" เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ "เป็นไปได้" ที่จะเกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้า จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้อย่างมีนัยยะสำคัญ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุนหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป Maybank IBG ไม่ถือเป็นการผูกพันในการปรับประมาณการ หากมีข้อมูลใหม่หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดขึ้น

Maybank IBG รวมถึงเจ้าหน้าที่ ,กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ถือหลักทรัพย์นี้ นอกจากนี้ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ Maybank IBG มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ ,เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ Maybank IBG ท่านหนึ่งท่านใด หรือมากกว่าหนึ่งท่าน สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ถูกทำขึ้นมาเพื่อลูกค้าของ Maybank IBG และห้ามนำไปแก้ไข ตัดแปลง แจกจ่าย และนำไปจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะเป็นบางส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก Maybank IBG เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้ทำขึ้นมาโดยตรง หรือมีจุดประสงค์เพื่อการแจกจ่าย หรือถูกใช้โดยสาธารณชนทั่วไป หรือประชาชนทั้งหมดที่อาศัยในประเทศท้องถิ่นที่ออกหลักทรัพย์นี้ หรือในท้องถิ่น เมือง หรือประเทศอื่นๆ ที่กฎหมายในประเทศนั้นไม่อนุญาต บทวิเคราะห์นี้ทำขึ้นมาเพื่อการใช้ในในประเทศที่กฎหมายอนุญาตเท่านั้นหลักทรัพย์นี้อาจจะไม่ได้ถูกรับรองการซื้อขายโดยกฎหมายทุกกฎหมาย หรือทำการซื้อขายได้สำหรับนักลงทุนทุกระดับ นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณอย่างยิงในการนำคำแนะนำ หรือคำเตือนต่างๆ ที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นมาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

มาเลเซีย

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นผลการประเมินจากด้านเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิคอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากการประเมินด้านเทคนิคได้ใช้วิธีที่แตกต่างกัน โดยมุ่งเน้นข้อมูลด้านราคา และปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ Bursa Malaysia Securities Berhad วิเคราะห์หลักทรัพย์

สิงคโปร์

รายงานฉบับนี้จะทำขึ้นบนวันและข้อมูลที่เกิดขึ้น ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ บริษัท Maybank Research จำกัด ("MRPL") ในสิงคโปร์ไม่มีเงื่อนไขที่จะต้องปรับปรุงข้อมูลต่างๆ ให้แก่ผู้รับข้อมูลนี้ การเผยแพร่ในสิงคโปร์ ผู้รับรายงานฉบับนี้จะติดต่อกับ MRPL ในสิงคโปร์ ทั้งในแง่ของการแนะนำ หรือเกี่ยวข้องกับรายงานฉบับนี้ หากผู้รับรายงานฉบับนี้ไม่ได้เป็นนักลงทุน, ผู้เชี่ยวชาญทางการลงทุน หรือนักลงทุนประเภทสถาบัน (จำกัดความใน Section 4A ตามกฎหมาย Singapore Securities and Futures) ทั้งนี้ MRPL จะรับผิดชอบบนเนื้อหาที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ แต่เป็นการรับผิดชอบที่จำกัดความเขตตามกฎหมายที่กำหนด

ไทย

เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นการเฉพาะ ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก จัดทำสำเนา ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเองโดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรเป็นการล่วงหน้าจากบริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ทั้งนี้ บริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ("MST") จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

ฝ่ายวิจัยหลักทรัพย์ของ บมจ. หลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) มี 2 ทีม คือ ฝ่ายวิจัย สำหรับนักลงทุนในประเทศ (MST Retail Research) และ ฝ่ายวิจัยนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ (MST Institutional Research) อันมีเหตุผลมาจากลักษณะที่แตกต่างในด้าน ลักษณะผู้ลงทุน วัตถุประสงค์ และ กลยุทธ์ ทำให้คำแนะนำ และ/หรือ ราคาเป้าหมายอาจมีความแตกต่างกัน โดย MST Retail Research มีวัตถุประสงค์ที่จะทำบทวิเคราะห์เพื่อสนับสนุนข้อมูลการลงทุนแก่นักลงทุนในประเทศ (ท่านสามารถดูรายละเอียดได้จาก <http://kelive.maybank-ke.co.th>) ในขณะที่ MST Institutional Research สำหรับนักลงทุนสถาบันต่างประเทศเท่านั้น ทั้งนี้ MST Retail Research จัดทำทั้งรายงานฉบับภาษาไทยและภาษาอังกฤษ โดยฉบับภาษาอังกฤษของรายงานนี้เป็นฉบับแปลของบทวิเคราะห์ภาษาไทย

MST ขอสงวนสิทธิ์ในการเผยแพร่รายงานบทวิเคราะห์ของ MST Retail research แก่นักลงทุนสถาบันที่ขอมา อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์บางส่วนจาก MST Retail Research ซึ่งจัดทำเป็นภาษาไทยก่อน อาจถูกแปลเป็นภาษาอังกฤษ ดังนั้นความล่าช้าอาจเกิดขึ้นในการส่งรายงานบทวิเคราะห์ฉบับภาษาอังกฤษให้กับนักลงทุนสถาบัน

MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจัดจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจ จึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของ ผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

สหรัฐอเมริกา

บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ในสหรัฐฯ ("US") สำหรับลูกค้าสถาบันในสหรัฐฯ เป็นสำคัญ (ตามคำนิยามใน Rule 15a-6 ภายใต้กฎหมาย Securities Exchange Act of 1934) โดย Maybank Securities USA Inc ("MSUS") เท่านั้น ซึ่งถือเป็น Broker-Dealer ที่ได้จดทะเบียนในสหรัฐฯ (ตามกฎหมาย Section 15 ของ Securities Exchange Act of 1934) ทั้งนี้ความรับผิดชอบในการเผยแพร่รายงานฉบับนี้ อยู่ที่ Maybank MSUS ในสหรัฐฯ เท่านั้น รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดตั้งถิ่นฐานได้ หาก Maybank IBG ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อกำหนดของกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดตั้งถิ่นฐานได้ ทั้งนี้ผู้ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจด้วยว่า MSUS ได้นำเสนอบทวิเคราะห์นี้ภายใต้หลักเกณฑ์ของการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับกฎหมาย และหลักเกณฑ์การกำกับ

อังกฤษ

เอกสารฉบับนี้ได้ถูกเผยแพร่โดย บริษัท Maybank Securities (London) จำกัด (“MSUK”) ซึ่งได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority และ Informational Purposes เท่านั้น เอกสารฉบับนี้ไม่ได้มีเจตนาที่จะเผยแพร่แก่บุคคลที่ถูกระบุว่าเป็นนักลงทุนรายย่อย (Retail Client) ตามความหมายของ The Financial Services and Markets Act 2000 ภายในประเทศอังกฤษ ข้อสรุปใดๆ ที่เกิดจากบุคคลที่ 3 เพื่อเป็นความสะดวกแก่ผู้ได้รับเอกสารฉบับนี้เท่านั้น ทั้งนี้บริษัทฯ ไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อความเห็น หรือความถูกต้องดังกล่าว และการเข้าถึงข้อมูลดังกล่าวเป็นความเสี่ยงของผู้รับเอกสารเท่านั้น นอกจากนี้ผู้รับเอกสารฉบับนี้ควรปรึกษาที่ปรึกษาทางภาษีของตนเองเพื่อให้เกิดความถูกต้องในการแนวทางดังกล่าว เพราะเอกสารฉบับนี้ไม่ได้ประเมินถึงกฎหมายเฉพาะทาง, บัญชี หรือที่ปรึกษาทางด้านภาษี

DISCLOSURES

Legal Entities Disclosures

มาเลเซีย: เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำและเผยแพร่ในประเทศมาเลเซีย โดย Maybank Investment Bank Berhad (15938-H) ซึ่งเป็นในกลุ่มเดียวกับ Bursa Malaysia Berhad และเป็นผู้ออกใบอนุญาต Capital Market and Services ที่ออกโดย The Securities Commission ในประเทศมาเลเซีย **สิงคโปร์:** เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์ โดย MRPL (จดทะเบียนเลขที่ 197201256N) ภายใต้การกำกับดูแล Monetary Authority of Singapore **อินโดนีเซีย:** PT Maybank Securities (“PTMSI”) (จดทะเบียนเลขที่ KEP-251/PM/1992) เป็นสมาชิกของ Indonesia Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับของ BAPEPAM LK **ไทย:** MST (จดทะเบียนเลขที่ 0107545000314) เป็นสมาชิกของ The Stock Exchange of Thailand และอยู่ภายใต้การกำกับของกระทรวงการคลัง และกสท. **ฟิลิปปินส์:** MATRKES (จดทะเบียนเลขที่ 01-2004-00019) เป็นสมาชิกของ The Philippines Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Securities and Exchange Commission **เวียดนาม:** บริษัท Maybank Securities Limited (ใบอนุญาตเลขที่ 117/GP-UBCK) ซึ่งใบอนุญาตอยู่ภายใต้ The State Securities Commission of Vietnam **ฮ่องกง:** MIB Securities (Hong Kong) Limited (Central Entity No: AAD284) ภายใต้กำกับโดย The Securities and Futures Commission **อินเดีย:** บริษัท MIB Securities India Private จำกัด (“MIBSI”) เป็นส่วนหนึ่งของ The National Stock Exchange of India Limited and the Bombay Stock Exchange and is regulated by Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) (จดทะเบียนเลขที่ INZ000010538) ทั้งนี้ MIBSI ได้จดทะเบียนกับ SEBI ประเภท 1 Merchant Broker (จดทะเบียนเลขที่ INM 000011708) and as Research Analyst (Reg No: INH000000057) **สหรัฐฯ:** Maybank KESUSA เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ FINRA – Broker ID 27861 **อังกฤษ:** Maybank KESL (จดทะเบียนเลขที่ 2377538) เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority

Disclosure of Interest

มาเลเซีย: Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง อาจมีสถานะหรือมีความเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ในเวลาใดเวลาหนึ่ง และอาจมีกิจกรรมที่มากขึ้นในฐานะ market maker หรือ อาจเป็นผู้รับประกันการจำหน่าย หรือเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้ และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านวาณิชยกรรม, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้

สิงคโปร์: ณ วันที่ 24 มีนาคม 2566, Maybank Research Pte. Ltd และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ไทย: MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้อง หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

ฮ่องกง: ณ วันที่ 24 มีนาคม 2566, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา Maybank IBG อาจมี หรือ ให้บริการแก่ผู้จัดการ หรือ ผู้ร่วมจัดการในการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าว หรือ ณ ปัจจุบัน อาจให้บริการแก่หลักทรัพย์ในตลาดแรก หรือหน่วยงานที่ได้มีการอ้างถึงในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ หรืออาจให้บริการดังกล่าวภายใน 12 เดือนข้างหน้า ซึ่งเป็นการให้คำปรึกษา หรือบริการด้านการลงทุนที่มีนัยยะสำคัญ ที่อาจเกี่ยวข้องกับการลงทุนทางตรงหรือทางอ้อมได้

OTHERS

Analyst Certification of Independence

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ที่ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ ไม่ได้ขึ้นอยู่กับคำแนะนำ หรือมุมมองผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

คำเตือน

Structure Securities ซึ่งเป็นตราสารที่มีความซับซ้อน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของความเสี่ยงที่สูงขึ้นนั้น มีวัตถุประสงค์ที่จะเสนอขายให้แก่นักลงทุนที่มีความรู้ความเข้าใจ รวมถึงสามารถรับความเสี่ยงได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้มูลค่าตลาดของตราสารประเภทนี้ อาจเปลี่ยนแปลงไปตามสภาพเศรษฐกิจ ตลาดเงินตลาดทุน การเมือง (รวมถึงอัตราดอกเบี้ย Spot / ล่วงหน้า และอัตราแลกเปลี่ยน), Time to Maturity, ภาวะตลาด และความผันผวน รวมถึงคุณภาพ/ ความน่าเชื่อถือของผู้ออก หรือหลักทรัพย์อ้างอิงนั้นๆ นักลงทุนที่ให้ความสนใจในการลงทุนตราสารประเภทนี้ จะต้องเข้าใจและวิเคราะห์ถึงตราสารประเภทนี้ด้วยตนเอง และปรึกษากับผู้เชี่ยวชาญของตนในส่วนของความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนในตราสารประเภทนี้

ทั้งนี้ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก, จัดทำสำเนา, ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเอง โดยไม่ได้รับความเห็นชอบจาก Maybank IBG

Definition of Ratings

Maybank IBG Research uses the following rating system

BUY	Return is expected to be above 10% in the next 12 months (including dividends)
HOLD	Return is expected to be between 0% to 10% in the next 12 months (including dividends)
SELL	Return is expected to be below 0% in the next 12 months (including dividends)

Applicability of Ratings

The respective analyst maintains a coverage universe of stocks, the list of which may be adjusted according to needs. Investment ratings are only applicable to the stocks which form part of the coverage universe. Reports on companies which are not part of the coverage do not carry investment ratings as we do not actively follow developments in these companies.

THAI INSTITUTE OF DIRECTORS ASSOCIATION (IOD) CORPORATE GOVERNANCE REPORT RATING 2023

▲▲▲▲▲						Score Range	Number of Logo	Description
AAV	BGRIM	EA	INTUCH	MOONG	PTT	90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
ADVANC	BIZ	EASTW	IP	MSC	PTTEP	80-89	▲▲▲▲	Very Good
AF	BKI	ECF	IRC	MST	PTTGC	70-79	▲▲▲	Good
AH	BOL	ECL	IRPC	MTC	PYLON	60-69	▲▲	Satisfactory
AIRA	BPP	EE	ITEL	MVP	Q-CON	50-59	▲	Pass
AJ	BRR	EGCO	NVL	NCL	QH	Lower than 50	No logo given	N/A
AKP	BTS	EPG	JTS	NEP	QTC			
AKR	BTW	ETC	JWD	NER	RATCH			
ALLA	BWG	ETE	K	NKI	RBF			
ALT	CENDEL	FN	KBANK	NOBLE	RS	SIS	TFMAMA	TSTH
AMA	CFRESH	FNS	KCE	NSI	S	SITHAI	THANA	TTA
AMARIN	CGH	FPI	KEX	NVD	S&J	SMPC	THANI	TTB
AMATA	CHEWA	FPT	KGI	NYT	SAAM	SNC	THCOM	TTCL
AMATAV	CHO	FSMART	KKP	OISHI	SABINA	SONIC	THG	TTW
ANAN	CIMBT	FVC	KSL	OR	SAMART	SORKON	THIP	TU
AOT	CK	GC	KTB	ORI	SAMTEL	SPALI	THRE	TVDH
AP	CKP	GEL	KTC	OSP	SAT	SPI	THREL	TVI
APURE	CM	GFPT	LALIN	OTO	SC	SPRC	TIPCO	TVO
ARIP	CNT	GGC	LANNA	PAP	SCB	SPVI	TISCO	TWPC
ASP	COLOR	GLAND	LHFG	PCSGH	SCC	SSC	TK	U
ASW	COM7	GLOBAL	LIT	PDG	SCCC	SSSC	TKN	UAC
AUCT	COMAN	GPI	LOXLEY	PDJ	SCG	SST	TKS	UBIS
AWC	COTTO	GPSC	LPN	PG	SCGP	STA	TKT	UPOIC
AYUD	CPALL	GRAMMY	LRH	PHOL	SCM	STEC	TMILL	UV
BAFS	CPF	GULF	LST	PLANB	SCN	STGT	TMT	VCOM
BAM	CPI	GUNKUL	MACO	PLANET	SDC	STI	TNDT	VGI
BANPU	CPN	HANA	MAJOR	PLAT	SEAFCO	SUN	TNITY	VIH
BAY	CRC	HARN	MAKRO	PORT	SEAOL	SUSCO	TOA	WACOAL
BRK	CSS	HENG	MALEE	PPS	SE-ED	SUTHA	TOP	WAVE
BBL	DDD	HMPRO	MBK	PR9	SELIC	SVI	TPBI	WHA
BCP	DELTA	ICC	MC	PREB	SENA	SYMC	TQM	WHAUP
BCPG	DEMCO	ICHI	MCOT	PRG	SENAJ	SYNTEC	TRC	WICE
BDMS	DOHOME	III	METCO	PRM	SGF	TACC	TRUE	WINNER
BEM	DRT	ILINK	MFEC	PSH	SHR	TASCO	TSC	XPG
BEYOND	DTAC	ILM	MINT	PSL	SICT	TCAP	TSR	ZEN
BGC	DUSIT	IND	MONO	PTG	SIRI	TEAMG	TSTE	

▲▲▲▲▲						Score Range	Number of Logo	Description
2S	BCH	DCC	INGRS	MFC	PL	SAPPE	STC	TPS
7UP	BE8	DHOUSE	INSET	MGT	PLE	SAWAD	STPI	TQR
ABICO	BEC	DITTO	INSURE	MICRO	PM	SCI	SUC	TRITN
ABM	BH	DMT	IRCP	MILL	PMTA	SCAP	SVOA	TRT
ACE	BIG	DOD	IT	MITSIB	PPP	SCP	SVT	TRU
ACG	BJC	DPAINT	ITD	MK	PPPM	SE	SWC	TRV
ADB	BJCHI	DV8	J	MODERN	PRAPAT	SECURE	SYNEX	TSE
ADD	BLA	EASON	JAS	MTI	PRECHA	SFLEX	TAE	TVT
AEONTS	BR	EFORL	JCK	NBC	PRIME	SFP	TAKUNI	TWP
AGE	BRI	ERW	JCKH	NCAP	PRIN	SFT	TCC	UBE
AHC	BROOK	ESSO	JMT	NCH	PRINC	SGP	TCMC	UEC
AIE	BSM	ESTAR	JR	NETBAY	PROEN	SIAM	TFG	UKEM
AIT	BYD	FE	KBS	NEX	PROS	SINGER	TFI	UMI
ALUCON	CBG	FLOYD	KCAR	NINE	PROUD	SKE	TFM	UOBKH
AMANAH	CEN	FORTH	KIAT	NATION	PSG	SKN	TGH	UP
AMR	CHARAN	FSS	KISS	NDR	PSTC	SKR	TIDLOR	UPF
APCO	CHAYO	FTE	KK	NNCL	PT	SKY	TIGER	UTP
APCS	CHG	GBX	KOOL	NOVA	PTC	SLP	TIPH	VIBHA
AQUA	CHOTI	GCAP	KTIS	NPK	QLT	SMART	TITLE	VL
ARIN	CHOW	GENCO	KUMWEL	NRF	RCL	SMD	TM	VPO
ARROW	CI	GJS	KUN	NTV	RICHY	SMIT	TMC	VRANDA
AS	CIG	GTB	KWC	NUSA	RJH	SMT	TMD	WGE
ASAP	CITY	GYT	KWM	NWR	ROJNA	SNNP	TMI	WIJK
ASEFA	CIVIL	HEMP	L&E	OCC	RPC	SNP	TNL	WIN
ASIA	CMC	HPT	LDC	OGC	RT	SO	TNP	WINMED
ASIAN	CPL	HTC	LEO	ONEE	RWI	SPA	TNR	WORK
ASIMAR	CPW	HUMAN	LH	PACO	S11	SPC	TOG	WP
ASK	CRANE	HYDRO	LHK	PATO	SA	SPCG	TPA	XO
ASN	CRD	ICN	M	PB	SABUY	SR	TPAC	YUASA
ATP30	CSC	IFS	MATCH	PICO	SAK	SRICHA	TPCS	ZIGA
B	CSP	IIG	MBAX	PIMO	SALEE	SSF	TIPL	
BA	CV	IMH	MEGA	PIN	SAMCO	SSP	TPIPP	
BC	CWT	INET	META	PJW	SANKO	STANLY	TPLAS	

▲▲▲▲▲						Score Range	Number of Logo	Description
A	BSBM	EMC	JMART	MORE	RAM	SVH	TTI	
A5	BTNC	EP	JSP	MPIC	ROCK	PTECH	TYCN	
AI	CAZ	EVER	JUBILE	MUD	RP	TC	UMS	
ALL	CCP	F&D	KASET	NC	RPH	TCCC	UNIQ	
ALPHAX	CGD	FMT	KCM	NEWS	RSP	TCJ	UPA	
AMC	CMAN	GIFT	KWI	NFC	SIMAT	TEAM	UREKA	
APP	CMO	GLOCON	KYE	NSL	SISB	THE	VARO	
AQ	CMR	GLORY	LEE	NV	SK	THMUI	W	
AU	CPANEL	GREEN	LPH	PAF	SOLAR	TKC	WFX	
B52	CPT	GSC	MATI	PEACE	SPACK	TNH	WPH	
BEAUTY	CSR	HL	M-CHAI	PF	SPG	TNPC	YGG	
BGT	CTW	HTECH	MCS	PK	SQ	TOPP		
BLAND	D	IHL	MDX	PPM	STARK	TPCH		
BM	DCON	INOX	MENA	PRAKIT	STECH	TPOLY		
BROCK	EKH	JAK	MJD	PTL	SUPER	TRUBB		

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

คำชี้แจง : ข้อมูล CG Score ประจำปี 2565 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

Anti-Corruption Progress Indicator 2023

ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC

ABICO	CPW	J	NCL	STAR	VCOM
ALT	DDD	JMART	NOVA	STECH	VIBHA
APCO	DHOUSE	JMT	NUSA	STGT	WIN
BKD	DOHOME	KEX	PIMO	SUPER	ZIGA
CHG	EKH	KUMWEL	SCM	TQM	
CPR	EVER	LDC	SIS	TSI	

ได้รับการรับรอง CAC

2S	BPP	DTC	HANA	KTC	NMG	PSTC	SGP	TEST	TSTH
7UP	BROOK	EA	HARN	KWG	NOBLE	PT	SINGER	TFG	TTB
ADVANC	BRR	EASTW	HEMP	L&E	NOK	PTECH	SIRI	TFI	TTCL
AF	BSBM	ECF	HENG	LANNA	NRF	PTG	SITHAI	TFMAMA	TU
AI	BTS	ECL	HMPRO	LH	OCC	PTT	SKR	TGH	TVDH
AIE	BWG	EGCO	HTC	LHFG	OGC	PTTEP	SMIT	THANI	TVI
AIRA	CACTEST	EP	ICC	LHK	ORI	PTTGC	SMK	THCOM	TVO
AJ	CEN	EPG	ICHI	LPN	PAP	PYLON	SMPC	THIP	TWPC
AKP	CENTEL	ERW	IFS	LRH	PATO	Q-CON	SNC	THRE	U
AMA	CFRESH	ESTAR	III	M	PB	QH	SNP	THREL	UBIS
AMANAHA	CGH	ETC	ILINK	MAJOR	PDG	QLT	SORKON	TIDLOR	UEC
AMATA	CHEWA	ETE	ILM	MAKRO	PDJ	QTC	SPACK	TIP	UKEM
AMATAV	CHOTI	Financials	INET	MALEE	PE	RATCH	SPALI	TIPCO	UOBKH
AP	CHOW	Financials	INOX	MATCH	PG	RML	SPC	TISCO	UV
AS	CIG	FNS	INSURE	MBAX	PHOL	RS	SPI	TKS	VGI
ASIAN	CIMBT	FPI	INTUCH	MBK	PIMO	RWI	SPRC	TKT	VIH
ASK	CM	FSMART	IRC	MC	PK	S&J	SRICHA	TMILL	VNT
ASP	CMC	FSS	IRPC	MCOT	PL	SAAM	SSF	TMT	WACOAL
AWC	CNS	FTE	ITEL	META	PLANB	SABINA	SSI	TNITY	WHA
AYUD	COM7	GBX	IVL	MFEC	PLANET	SAK	SSP	TNL	WHAUP
B	CPALL	GC	JKN	MILL	PLAT	SAT	SSSC	TNP	WICE
BAFS	CPF	GCAP	JR	MINT	PM	SC	SST	TNR	WIK
BANPU	CPI	GEL	K	MONO	PPP	SCB	STA	TOG	XO
BAY	CPL	GFPT	KASET	MOONG	PPPM	SCC	STGT	TOP	YUASA
BBL	CPN	GGC	KBANK	MSC	PPS	SCCC	STOWER	TOPP	
BCH	CRC	GJS	KBS	MST	PR9	SCG	SUSCO	TPA	
BCP	CSC	GLOW	KCAR	MTC	PREB	SCGP	SVI	TPCS	
BE8	DCC	GOLD	KCC	MTI	PRG	SCM	SYMC	TPP	
BEC	DELTA	GPI	KCE	NBC	PRINC	SCN	SYNTEC	TRT	
BEYOND	DEMCO	GPSC	KGI	NCAP	PRM	SEAOIL	TAE	TRU	
BGC	DIMET	GSTEL	KKP	NEP	PROS	SE-ED	TAKUNI	TRUE	
BKI	DRT	GULF	KSL	NINE	PSH	SELIC	TASCO	TSC	
BLA	DTAC	GUNKUL	KTB	NKI	PSL	SENA	TCAP	TSTE	

N/A

3K-BAT	BEM	CRC	HFT	MAX	LUXF	OISHI	SA	STECH	TPOLY
A	BH	CSP	HPF	M-CHAI	MACO	ONEE	SABUY	STGT	TPRIME
AAI	BIG	CSR	HTECH	MCS	MAJOR	OR	SAFARI	STHAI	TOM
AAV	BIOTEC	CSS	HUMAN	MDX	MANRIN	OSP	SAK	STI	TR
ACC	BIZ	CTARAF	HYDROGEN	MEGA	MATI	PACE	SAM	STPI	TRC
ACE	BJC	CTW	IFEC	MENA	MAX	PAF	SAMART	SUC	TRITN
ACG	BJCHI	CV	IHL	METCO	M-CHAI	PCC	SAMCO	SUN	TRUBB
AEONTS	BKD	CWT	III	MGT	MCS	PEACE	SAMTEL	SUPER	TSE
AFC	BKKCP	DCON	ILM	MICRO	MDX	PERM	SAUCE	SUPEREIF	TSI
AGE	BLAND	DDD	IMPACT	MIDA	MEGA	PF	SAWAD	SUTHA	TSR
AH	BLISS	DIF	INETREIT	MITSIB	MENA	PIN	SAWANG	SVOA	TTI
AHC	BOFFICE	DMT	INGRS	MJD	METCO	PLE	SCAP	SVT	TTLPF
AIMCG	BR	DOHOME	INOX	MK	MICRO	PLUS	SCI	SYNEX	TTT
AIMIRT	BRI	DREIT	INSET	ML	MIDA	PMTA	SCP	TC	TTW
AIT	BROCK	DTCENT	IT	MODERN	M-II	POLAR	SDC	TCC	TU-PF
AJ	BRRGIF	DTCI	ITC	MORE	MIFP	POLY	SEAFECO	TCCC	TWP
AJA	BTG	EASON	ITD	MPIC	MIT	POMPUI	SFLEX	TCJ	TWZ
AKR	BTNC	EE	J	MUD	MJD	POPF	SFP	TCOAT	TYCN
ALLA	BTSGIF	EGATIF	JAS	MVP	MJLF	PORT	SGC	TEAM	UAC
ALLY	BUI	EKH	JASIF	NC	MK	POST	SHANG	TEAMG	UMI
ALT	B-WORK	EMC	JCK	NCAP	ML	PPF	SHR	TEGH	UNIQ
ALUCON	BYD	ERWPF	JCT	NCH	MNIT	PRAKIT	SHREIT	TEKA	UP
AMARIN	CBG	ESSO	JDF	NDR	MNIT2	PRECHA	SIAM	TFFIF	UPOIC
AMATAR	CCET	ETC	JMART	NER	MNRF	PRIME	SIRIP	TFM	URBNPF
AMC	CCP	EVER	JMT	NETBAY	MODERN	PRIN	SIS	TGE	UTP
AMR	CGD	F&D	JTS	NEW	MOSHI	PRO	SISB	TGPRO	UVAN
ANAN	CH	FANCY	JWD	NEWS	M-PAT	PROSPECT	SKE	TH	VARO
AOT	CHARAN	FMT	KAMART	NEX	MPIC	PTL	SKN	THAI	VIBHA
APCO	CHAYO	FN	KBSPIF	NFC	M-STOR	QHHR	SKY	THE	VNG
APEX	CHG	FORTH	KC	NPK	NC	QHOP	SLP	THG	VPO
APURE	CI	FTI	KDH	NSL	NCAP	QHPF	SM	THL	VRANDA
AQ	CITY	FTREIT	KEX	KKC	NCH	RAM	SMT	TIF1	W
ASAP	CIVIL	FUTUREPF	KIAT	KPNPF	NER	RBF	SNNP	TIPH	WAVE
ASEFA	CK	GAHREIT	KISS	KTBSTMR	NEW	RCL	SO	TK	WFX
ASIA	CKP	GENCO	KWM	KTIS	NEX	RICHY	SOLAR	TKC	WGE
ASIMAR	CMAN	GIFT	KYE	KWC	NFC	RJH	SPCG	TKN	WHABT
ASW	CMR	GL	LALIN	KYE	NNCL	ROCK	SPG	TLHPF	WHAIR
AURA	CNT	GLAND	LEE	LALIN	NOVA	ROH	SPRIME	TLI	WHART
B52	CPH	GLOBAL	LEO	LEE	NRF	ROJNA	SQ	TMD	WIN
BA	CPL	GLOCON	LIT	LHHOTEL	NSL	RPC	SRIPANWA	TNCP	WORK
BAREIT	CPNCG	GRAMMY	LHPF	LHXLEY	NTV	RPH	SSC	TNPF	WORLD
BBGI	CPNREIT	GRAND	LPH	LHSC	NUSA	RS	SSPF	TOA	WP
BCT	CPT	GREEN	LST	LOXLEY	NV	RSP	SSTRT	TPAC	WPH
BDMS	CPTGF	GROREIT	MACO	LPF	NVD	RT	STANLY	TPBI	XPG
BEAUTY	CPW	GVREIT	MANRIN	LPH	NYT	S	STARK	TPIPL	
BEC	CRANE	GYT	MATI	LST	OHTL	S-11	STEC	TPIPP	

Source : Thai Institute of Directors

คำชี้แจง ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ข้อมูล ณ วันที่ 24 ตุลาคม 2565 มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC