

# Bumrungrad Hospital

(BH.BK/BH TB)\*

## Outperform • Maintained

Price as of 10 Jul 2023	219.00
12M target price (Bt/shr)	270.00
Unchanged/Revised up(down)(%)	Unchanged
Upside/downside (%)	23.3

### Key messages

เราคิดว่ากำไรสุทธิของ BH ใน 2Q66F จะอยู่ที่ 1.30 พันล้านบาท (+11.6% YoY, -17.8% QoQ) คิดเป็น 24.2% ของประมาณการกำไรเดิมนั้นของเราที่ 5.39 พันล้านบาท นอกจากนี้ เราคิดว่ากำไรสุทธิของ BH ใน 1H66F จะอยู่ที่ 2.89 พันล้านบาท (+52.6% YoY) คิดเป็น 58.4% ของประมาณการกำไรเดิมนั้นของเรา สำหรับในระยะต่อไป เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ BH ใน 3Q66F จะแข็งแกร่งขึ้น เรายังคงราคาเป้าหมายกลางปี 2567 ที่ 270 บาท (ใช้ WACC ที่ 8.2% และ TG ที่ 3%) เพื่อสะท้อนถึงแนวโน้มการเติบโตอย่างต่อเนื่อง YoY ในปี 2567F นอกจากนี้ เรายังคงคำแนะนำซื้อ BH

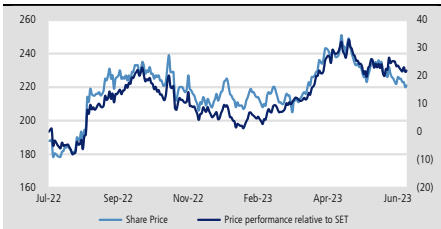
### Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$m)	1744,953		
Outstanding shares (mn)	795		
Foreign ownership (mn)	256		
3M avg. daily trading (mn)	2		
52-week trading range (Bt)	178.50-251.00		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	(6.8)	(0.9)	16.2
Relative	(0.5)	11.6	20.9

### Quarterly EPS

Bt	Q1	Q2	Q3	Q4
2020	0.96	0.06	0.28	0.22
2021	0.11	0.27	0.37	0.77
2022	0.91	1.47	1.89	1.94
2023	1.99			

### Share price chart



Source: SET

Parin Kitchatornpitak  
66.2658.8888 Ext. 8858  
parink@kgi.co.th

## ประมาณการ 2Q66F: กำไรจะลดลง QoQ

### Event

ประมาณการ 2Q66F

### Impact

คาดการณ์กำไรใน 2Q66F จะฟื้นตัวต่อเนื่อง YoY

เราคิดว่ากำไรสุทธิของ BH ใน 2Q66F จะอยู่ที่ 1.30 พันล้านบาท (+11.6% YoY, -17.8% QoQ) คิดเป็น 24.2% ของประมาณการกำไรเดิมนั้นของเราที่ 5.39 พันล้านบาท ทั้งนี้ เมื่อเทียบ YoY เราคิดว่าไม่แน่นอนกับกำไรของ BH จะยังคงเป็นบวกจากการฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องของผู้ป่วยต่างชาติจากการที่ประเทศไทยกลับมาเปิดประเทศ ดังนั้น BH จึงได้อานิสงส์เต็ม ๆ ในฐานะที่เป็นโรงพยาบาลขนาดใหญ่ เพราะมีสัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติสูงเกิน 65% ตั้งแต่ 2H65 อย่างไรก็ตาม เราคิดว่า BH จะได้รับผลกระทบจากรายได้ที่ต่ำตามฤดูกาลจากผู้ป่วยไทยและต่างชาติใน 2Q66F เพราะ i) เทศกาลสงกรานต์และมีวันหยุดมากขึ้น อย่างไรก็ตาม ผลการดำเนินงานโดยรวมจะยังคงถูกขับเคลื่อนโดยฐานผู้ป่วยที่แข็งแกร่ง ซึ่งใช้การรักษาประเภท intensity สูง YoY จากการที่ผู้ป่วยต่างชาติกลับมาใช้บริการตั้งแต่ 3Q65 เราคิดว่าประเด็นสำคัญที่น่าสนใจในผลประกอบการ 2Q66F มีดังนี้

- i) คาดว่ารายได้จะเพิ่มขึ้น 12.0% YoY แต่จะลดลง 9.2% QoQ อยู่ที่ 5.49 พันล้านบาท
  - ii) คาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะอยู่ที่ 46.0% จาก 46.2% ใน 2Q65 และ 47.9% ใน 1Q66
  - iii) คาดว่าสัดส่วน SG&A/รายได้จะอยู่ที่ 18.0% จาก 17.7% ใน 2Q65 และ 18.2% ใน 1Q66
- สัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยไทยใน 2Q66F น่าจะอยู่ที่ 35% ในขณะที่รายได้จากผู้ป่วยต่างชาติจะอยู่ที่ 65% จาก 38:62 ใน 2Q65 และ 33:67 ใน 1Q66 นอกจากนี้ เราคิดว่ากำไรสุทธิของ BH ใน 1H66F จะอยู่ที่ 2.89 พันล้านบาท (+52.6% YoY) คิดเป็น 58.4% ของประมาณการกำไรเดิมนั้นของเรา

กำไรใน 3Q66F มีแนวโน้มจะแข็งแกร่งขึ้นทั้ง YoY และ QoQ

หากมองไปข้างหน้า เราคิดว่าผลการดำเนินงานของ BH ใน 3Q66F จะแข็งแกร่งขึ้นตามจำนวนผู้ป่วยจากตะวันออกกลางที่ฟื้นตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง (หลังเทศกาลรอมฎอน) และผู้ป่วยไทยที่มีรับการรักษาประเภท intensity สูง เรามองว่า BH ยังคงโดดเด่นในแง่การยอมรับในคุณภาพ เมื่อเทียบกับโรงพยาบาลในประเทศไทยและในภูมิภาค ASEAN โดย Newsweek ได้จัด BH อยู่ในอันดับหนึ่งของโรงพยาบาลที่ดีที่สุดในปี 2566 (Figure 5) ดังนั้น เรายังคงมองบวกกับแนวโน้มธุรกิจของบริษัท เนื่องจาก i) ผลประกอบการฟื้นตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง ii) margin เพิ่มขึ้น iii) คุณภาพที่สูงของการให้บริการรักษาพยาบาล และ iv) ราคาที่แข่งขันได้ (เมื่อเทียบกับโรงพยาบาลในระดับเดียวกัน)

ลงประมาณการกำไรปี 2566-2567F เอาไว้เท่าเดิม

เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2566F เอาไว้เท่าเดิมที่ 5.39 พันล้านบาท (+9.2% YoY) และปี 2567F ที่ 5.93 พันล้านบาท (+9.9% YoY)

### Valuation & Action

เรามองว่า BH จะยังคงสถานะที่เป็นบวกในกลุ่มโรงพยาบาลของไทย โดยผลการดำเนินงานมีแนวโน้มแข็งแกร่งในระยะยาว ดังนั้น เรายังคงราคาเป้าหมายกลางปี 2567 ที่ 270 บาท (ใช้ WACC ที่ 8.2% และ TG ที่ 3%) เพื่อสะท้อนถึงแนวโน้มการเติบโตอย่างต่อเนื่อง YoY ในปี 2567F นอกจากนี้ เรายังคงคำแนะนำซื้อ BH

### Risks

COVID-19 ระบาด, การแทรกแซงของภาครัฐ, เกิดเหตุก่อการร้ายครั้งใหญ่

### Key financials and valuations

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
Revenue (Bt mn)	12,315	12,404	20,646	22,813	25,095
Gross profit (Bt mn)	4,638	4,673	9,546	10,608	11,669
Pretax profit (Bt mn)	1,369	1,527	6,053	6,604	7,258
Net profit (Bt mn)	1,204	1,216	4,938	5,391	5,926
EPS (Bt)	1.51	1.53	6.21	6.78	7.45
DPS (Bt)	3.20	3.20	3.50	3.70	4.00
EPS growth (%)	(70.5)	1.0	306.2	9.2	9.9
P/E (x)	79.3	92.3	35.3	32.3	29.4
P/B (x)	5.2	6.5	8.8	7.8	6.8
EV/EBITDA (x)	39.3	43.2	25.1	23.4	21.4
Net Debt to Equity (%)	7.3	Cash	Cash	Cash	Cash
Dividend Yield (%)	1.5	1.5	1.6	1.7	1.8
Return on Avg. Equity (%)	6.2	7.1	26.7	25.6	24.8

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 1: BH's 2Q23F earnings preview**

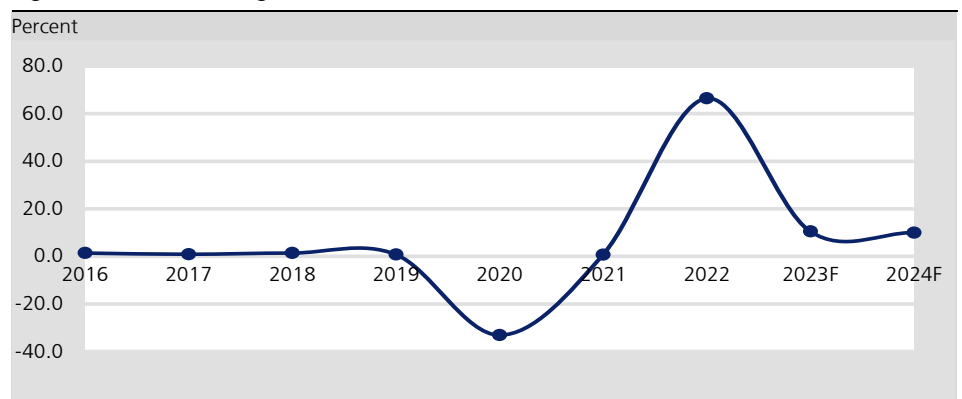
Bt mn	2Q23F	2Q22	YoY (%)	1Q23	QoQ (%)	1H23F	1H22	YoY (%)
Revenue from hospital operations	5,492	4,903	12.0	6,050	(9.2)	11,541	9,005	28.2
Cost of hospital operations	(2,965)	(2,640)	12.3	(3,150)	(5.9)	(6,115)	(5,033)	21.5
Gross profit	2,526	2,263	11.6	2,900	(12.9)	5,426	3,971	36.6
SG&A	(988)	(887)	11.4	(1,013)	(2.5)	(2,002)	(1,752)	14.2
Pretax profit	1,597	1,430	11.7	1,952	(18.2)	3,549	2,334	52.1
After tax profit	1,310	1,177	11.3	1,596	(18.0)	2,906	1,913	51.9
Net profit	1,302	1,166	11.6	1,583	(17.8)	2,885	1,891	52.6
EPS (Bt)	1.64	1.47	11.6	1.99	(17.8)	3.63	2.38	52.5
Percent	2Q23F	2Q22	YoY (ppts)	1Q23	QoQ (ppts)	1H23F	1H22	YoY (ppts)
Gross margin	46.0	46.2	(0.2)	47.9	(1.9)	47.0	44.1	2.9
EBIT margin	29.1	29.2	(0.1)	32.3	(3.2)	30.8	25.9	4.8
SG&A/Sales	18.0	18.1	(0.1)	16.8	1.2	17.3	19.5	(2.1)
Effective tax rate	18.0	17.7	0.3	18.2	(0.2)	18.1	18.0	0.1
Net margin	23.7	23.8	(0.1)	26.2	(2.5)	25.0	21.0	4.0
Assumption	2Q23F	2Q22	YoY (ppts)	1Q23	QoQ (ppts)			
International patient (%)	65	62	2.7	67	(2.0)			
Thai patient (%)	35	38	(2.7)	33	2.0			
OPD (%)	53	54	(1.0)	49	4.0			
IPD (%)	47	46	1.0	51	(4.0)			
Revenue by segment	2Q23F	2Q22	YoY (%)	1Q23	QoQ (%)			
International patient (Bt mn)	3,569	3,055	16.9	4,053	(11.9)			
Thai patient (Bt mn)	1,922	1,848	4.0	1,996	(3.7)			
OPD (Bt mn)	2,911	2,648	9.9	2,964	(1.8)			
IPD (Bt mn)	2,581	2,255	14.4	3,085	(16.3)			

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 2: Key assumptions and outlook**

	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>Sales revenues (%)</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
i) Thai patients (%)	33	48	54	37	33	33
ii) International patients (%)	67	52	46	63	67	67
a) Expat (%)	34	32	36	30	32	32
b) Fly in (%)	33	20	10	33	35	35
<b>Total (Bt mn)</b>	<b>18,409</b>	<b>12,315</b>	<b>12,404</b>	<b>20,646</b>	<b>22,813</b>	<b>25,095</b>
i) Thai patients (Bt mn)	6,038	5,924	6,698	7,639	7,528	8,281
ii) International patients (Bt mn)	12,371	6,392	5,706	13,007	15,285	16,813
a) Expat (Bt mn)	6,259	3,941	4,466	6,194	7,300	8,030
b) Fly in (Bt mn)	6,112	2,451	1,240	6,813	7,985	8,783
<b>Dividend &amp; Net DE</b>						
Net DE (%)	2.1	7.3	Cash	Cash	Cash	Cash
DPS (Bt/share)	3.20	3.20	3.20	3.50	3.70	4.00

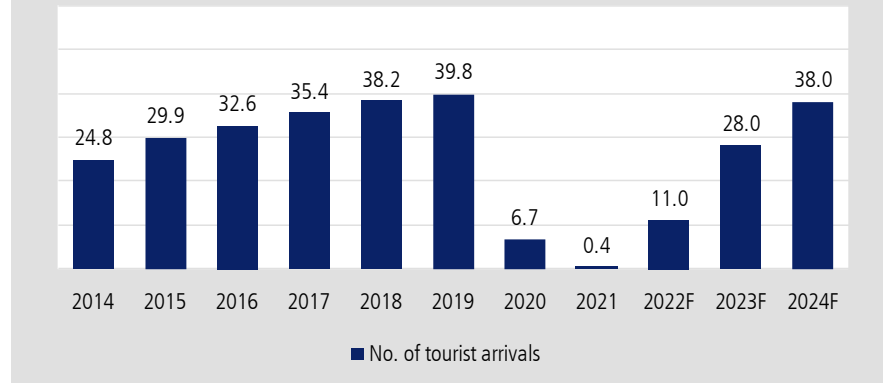
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 3: BH's revenue growth outlook**


Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 4: Continued recovery over the next few years**

The number of international tourist arrivals, mn



Source: Ministry of Tourism and Sports, KGI Securities Research

**Figure 5: World's best hospitals in 2021-2023**



Source: Company data

**Figure 6: Key strategy for 2023**



Source: Company data

Figure 7: International tourism in Phuket



Source: Company data

Figure 8: MoU signing with Chulalongkorn Medical Center



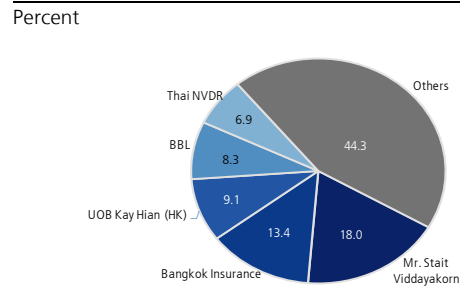
Source: Company data

**Figure 9: Company profile**

Bumrungrad Hospital (BH) was established in 1980 and listed on the SET in 1989. The company operates a private hospital business in Bangkok, with 580 licensed inpatient beds and capacity for more than 5,500 outpatient visitors per day. The company is one of the leading healthcare providers in Thailand and in the Southeast Asian region, providing complete services for outpatients and inpatients. BH has always emphasized the importance of quality healthcare and experienced physicians and staff. It is also the first hospital in Asia to receive the US standard accreditation from the Joint Commission International (JCI).

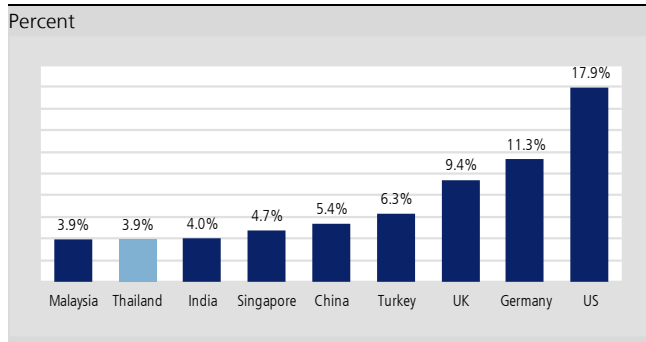
Source: Company data

**Figure 10: Shareholding structure**



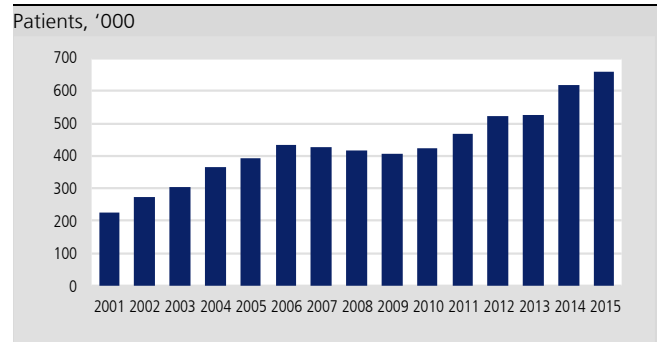
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 11: Healthcare penetration**



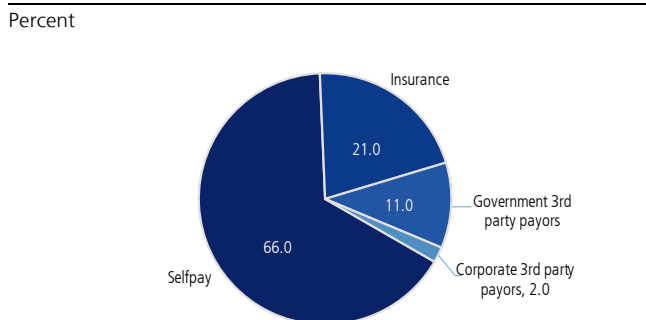
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 12: BH's international volumes 2001-2015**



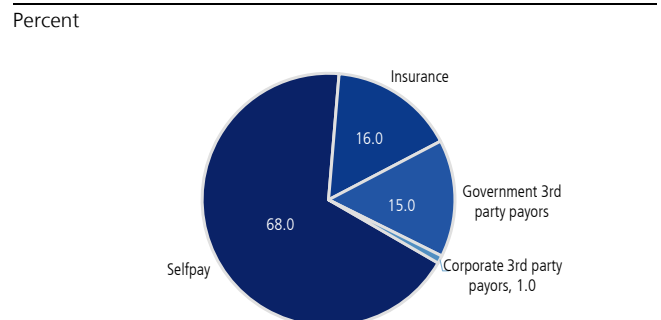
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 13: BH's revenue by payor type in 2021**



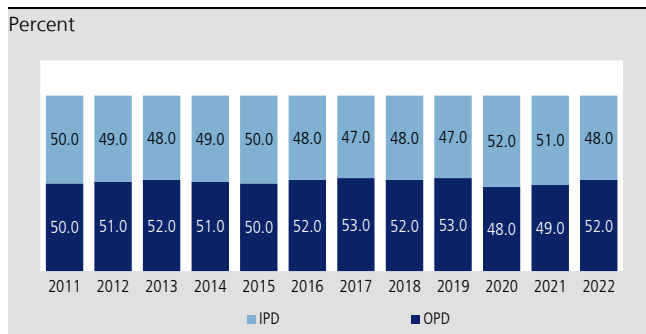
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 14: BH's revenue by payor type in 2022**



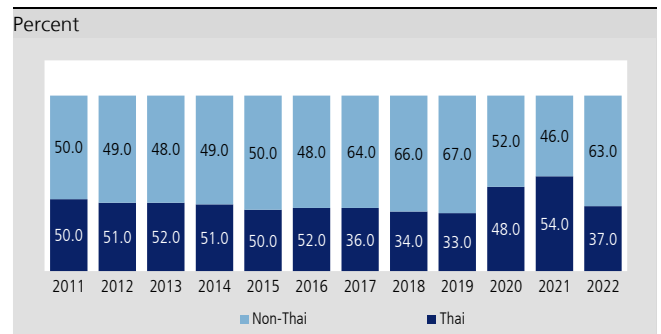
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 15: Revenue contribution by patient types**



Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 16: Revenue contribution by nationality**



Source: Company data, KGI Securities Research

**Quarterly Income Statement**

	Mar-19A	Jun-19A	Sep-19A	Dec-19A	Mar-20A	Jun-20A	Sep-20A	Dec-20A	Mar-21A	Jun-21A	Sep-21A	Dec-21A	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23A
<b>Income Statement (Bt mn)</b>																	
<b>Revenue</b>	4,650	4,279	4,725	4,756	4,090	2,422	2,887	2,916	2,642	2,980	2,900	3,882	4,102	4,903	5,673	5,968	6,050
Cost of Goods Sold	(2,495)	(2,508)	(2,567)	(2,715)	(2,297)	(1,642)	(1,859)	(1,880)	(1,748)	(1,905)	(1,814)	(2,264)	(2,394)	(2,640)	(2,930)	(3,136)	(3,150)
<b>Gross Profit</b>	<b>2,155</b>	<b>1,771</b>	<b>2,157</b>	<b>2,041</b>	<b>1,793</b>	<b>781</b>	<b>1,028</b>	<b>1,036</b>	<b>895</b>	<b>1,075</b>	<b>1,086</b>	<b>1,618</b>	<b>1,708</b>	<b>2,263</b>	<b>2,743</b>	<b>2,831</b>	<b>2,900</b>
<b>Operating Expenses</b>	<b>(880)</b>	<b>(936)</b>	<b>(923)</b>	<b>(1,012)</b>	<b>(913)</b>	<b>(795)</b>	<b>(828)</b>	<b>(858)</b>	<b>(812)</b>	<b>(835)</b>	<b>(813)</b>	<b>(836)</b>	<b>(865)</b>	<b>(887)</b>	<b>(999)</b>	<b>(1,046)</b>	<b>(1,013)</b>
Other incomes	83	69	77	80	79	65	55	53	57	43	104	65	62	55	76	115	66
<b>Operating Profit</b>	<b>1,357</b>	<b>904</b>	<b>1,311</b>	<b>1,109</b>	<b>959</b>	<b>50</b>	<b>256</b>	<b>231</b>	<b>140</b>	<b>282</b>	<b>377</b>	<b>847</b>	<b>905</b>	<b>1,431</b>	<b>1,820</b>	<b>1,900</b>	<b>1,952</b>
<b>Non-Operating Income</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Interest Income	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Non-op Income	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Non-Operating Expenses</b>	<b>(31)</b>	<b>(32)</b>	<b>(32)</b>	<b>(32)</b>	<b>(32)</b>	<b>(32)</b>	<b>(32)</b>	<b>(32)</b>	<b>(31)</b>	<b>(31)</b>	<b>(31)</b>	<b>(26)</b>	<b>(2)</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>	<b>(0)</b>
Interest Expense	(31)	(32)	(32)	(32)	(32)	(32)	(32)	(32)	(31)	(31)	(31)	(26)	(2)	(1)	(1)	(1)	(0)
Other Non-op Expenses	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Investment Income/(Loss)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>1,326</b>	<b>873</b>	<b>1,279</b>	<b>1,077</b>	<b>927</b>	<b>18</b>	<b>224</b>	<b>199</b>	<b>109</b>	<b>251</b>	<b>346</b>	<b>821</b>	<b>903</b>	<b>1,430</b>	<b>1,819</b>	<b>1,900</b>	<b>1,952</b>
Current taxation	(242)	(140)	(216)	(175)	(166)	32	1	(17)	(12)	(38)	(39)	(127)	(168)	(254)	(316)	(335)	(355)
Minorities	(0)	(3)	(4)	(5)	(4)	(2)	(10)	(2)	1	(1)	(7)	(17)	(10)	(16)	(3)	(8)	(10)
Extraordinary items	(2)	(5)	(3)	(11)	7	(4)	6	(8)	(7)	5	(4)	(65)	(0)	5	2	(10)	(3)
<b>Net Profit</b>	<b>1,081</b>	<b>725</b>	<b>1,055</b>	<b>886</b>	<b>765</b>	<b>44</b>	<b>222</b>	<b>173</b>	<b>91</b>	<b>216</b>	<b>296</b>	<b>612</b>	<b>725</b>	<b>1,166</b>	<b>1,501</b>	<b>1,546</b>	<b>1,583</b>
EPS (Bt)	1.5	1.0	1.4	1.2	1.0	0.1	0.3	0.2	0.1	0.3	0.4	0.8	0.9	1.5	1.9	1.9	2.0
<b>Margins (%)</b>																	
Gross profit margin	46.3	41.4	45.7	42.9	43.8	32.2	35.6	35.5	33.9	36.1	37.5	41.7	41.6	46.2	48.4	47.4	47.9
Operating margin	29.2	21.1	27.8	23.3	23.4	2.1	8.9	7.9	5.3	9.5	13.0	21.8	22.1	29.2	32.1	31.8	32.3
Net profit margin	23.3	16.9	22.3	18.6	18.7	1.8	7.7	5.9	3.4	7.3	10.2	15.8	17.7	23.8	26.5	25.9	26.2
<b>Growth (%)</b>																	
Revenue growth	0.6	0.9	0.7	1.0	(12.0)	(43.4)	(38.9)	(38.7)	(35.4)	23.0	0.5	33.1	55.2	64.5	95.6	53.7	47.5
Operating growth	(1.2)	(26.2)	(6.4)	(8.0)	(29.4)	(94.4)	(80.5)	(79.2)	(85.4)	460.8	47.4	266.7	547.3	406.6	382.3	124.4	115.7
Net profit growth	0.2	(25.4)	(6.5)	(8.9)	(29.2)	(93.9)	(79.0)	(80.5)	(88.1)	387.3	33.6	253.8	695.6	438.6	407.2	152.6	118.4

Source: KGI Securities Research

**Balance Sheet**

As of 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>Total Assets</b>	24,222	20,857	24,259	26,900	30,455
<b>Current Assets</b>	10,801	8,062	11,419	13,370	16,225
Cash & ST Investments	8,138	5,936	8,276	9,981	12,497
Inventories	309	328	326	401	441
Accounts Receivable	2,206	1,461	2,658	2,813	3,094
Others	148	338	159	175	193
<b>Non-current Assets</b>	13,421	12,795	12,840	13,529	14,230
LT Investments	432	2	2	2	2
Net fixed Assets	11,726	11,532	11,731	12,531	13,331
Others	1,263	1,261	1,107	997	897
<b>Total Liabilities</b>	5,385	3,239	4,253	4,200	4,612
<b>Current Liabilities</b>	4,418	2,284	3,415	3,278	3,602
Accounts Payable	704	805	1,085	1,070	1,177
ST Borrowings	2,534	40	24	0	0
Others	1,179	1,439	2,306	2,208	2,424
<b>Long-term Liabilities</b>	967	955	839	922	1,011
Long-term Debts	74	54	40	40	40
Others	893	901	799	883	971
<b>Shareholders' Equity</b>	18,837	17,618	20,005	22,699	25,842
Common Stock	795	795	795	795	795
Capital Surplus	805	875	762	805	851
Retained Earnings	17,236	15,947	18,448	21,098	24,195
Preferred Stock	1	1	1	1	1

Source: KGI Securities Research

**Key Ratios**

Year to 31 Dec	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>Growth (% YoY)</b>					
Sales	(33.1)	0.7	66.4	10.5	10.0
EBIT	(71.6)	10.7	317.4	9.1	10.0
EBITDA	(56.0)	3.8	168.5	7.6	9.5
NP	(67.9)	1.0	306.2	9.2	9.9
EPS	(70.5)	1.0	306.2	9.2	9.9
<b>Profitability (%)</b>					
Gross Margin	37.7	37.7	46.2	46.5	46.5
Operating Margin	10.1	11.1	27.8	27.5	27.5
EBITDA Margin	20.0	20.6	33.3	32.4	32.2
Net Profit Margin	9.9	10.6	24.1	23.8	23.8
ROAA	4.8	5.7	21.9	21.1	20.7
ROAE	6.2	7.1	26.7	25.6	24.8
<b>Stability</b>					
Gross Debt/Equity (%)	13.8	0.5	0.3	0.2	0.2
Net Debt/Equity (%)	7.3	(9.7)	(10.1)	(6.8)	(6.1)
Interest Coverage (X)	9.7	11.5	1,620.7	1,804.9	2,025.9
Interest & ST Debt Coverage (X)	9.8	11.6	1,620.8	1,805.0	2,026.0
Cash Flow Interest Coverage (X)	9.7	11.5	1,620.7	1,804.9	2,025.9
Cash Flow/Interest & ST Debt (X)	10.0	11.8	1,621.0	1,805.2	2,026.2
Current Ratio (X)	2.4	3.5	3.3	4.1	4.5
Quick Ratio (X)	1.8	2.6	2.4	3.0	3.5
Net Debt (Bt mn)	1,379	(1,708)	(2,028)	(1,548)	(1,580)
<b>Per Share Data (Bt)</b>					
EPS	1.5	1.5	6.2	6.8	7.4
CFPS	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
BVPS	23.3	21.7	24.8	28.1	32.0
SPS	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
EBITDA/Share	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
DPS	3.2	3.2	3.5	3.7	4.0
<b>Activity</b>					
Asset Turnover (x)	0.5	0.6	0.9	0.9	0.9
Days Receivables	65.4	43.0	47.0	55.0	55.0
Days Inventory	14.7	15.5	10.7	12.0	12.0
Days Payable	33.5	38.0	35.7	32.0	32.0
Cash Cycle	46.6	20.4	22.0	35.0	35.0

Source: KGI Securities Research

**Profit & Loss**

Year to 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>Sales</b>	12,315	12,404	20,646	22,813	25,095
Cost of Goods Sold	7,677	7,731	11,099	12,205	13,426
<b>Gross Profit</b>	4,638	4,673	9,546	10,608	11,669
Operating Expenses	3,394	3,296	3,798	4,335	4,768
<b>Operating Profit</b>	1,244	1,377	5,748	6,274	6,901
Net Interest	(56)	(115)	(138)	(136)	(134)
Interest Income	128	69	46	48	51
Interest Expense	184	184	184	184	184
Net Investment Income/(Loss)	(2)	(12)	(1)	-	-
Net other Non-op. Income/(Loss)	78	144	187	207	227
Net Extraordinaries	5	(58)	(3)	-	-
Pretax Income	1,369	1,527	6,053	6,604	7,258
Income Taxes	150	216	1,072	1,170	1,286
<b>Net Profit</b>	1,204	1,216	4,938	5,391	5,926
EBITDA	2,464	2,557	6,865	7,385	8,086
<b>EPS (Bt)</b>	1.51	1.53	6.21	6.78	7.45

Source: KGI Securities Research

**Cash Flow**

Year to 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>Operating Cash Flow</b>	2,652	3,167	5,708	6,292	6,931
Net Profit	1,204	1,216	4,938	5,391	5,926
Depreciation & Amortization	1,220	1,180	1,117	1,111	1,185
Change in Working Capital	228	772	(347)	(211)	(180)
Others	0	0	0	0	0
<b>Investment Cash Flow</b>	(589)	2,160	(3,316)	(3,926)	(4,282)
Net CAPEX	(1,086)	(987)	(1,315)	(1,911)	(1,985)
Change in LT Investment	441	3,193	(2,052)	(2,209)	(2,485)
Change in Other Assets	55	(47)	51	195	188
<b>Free Cash Flow</b>	2,063	5,327	2,392	2,366	2,649
<b>Financing Cash Flow</b>	504	1,133	1,449	1,764	2,080
Change in Share Capital	(2,366)	(2,366)	(2,366)	(2,366)	(2,366)
Net Change in Debt	2,870	3,499	3,815	4,130	4,446
Change in Other LT Liab.	0	0	0	0	0
<b>Net Cash Flow</b>	2,568	6,460	3,840	4,130	4,729

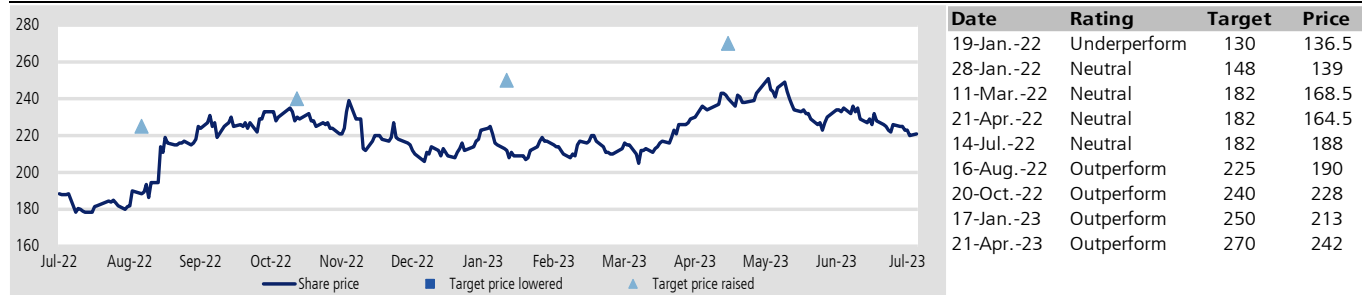
Source: KGI Securities Research

**Rates of Return on Invested Capital**

Year	1- $\frac{\text{COGS}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Depreciation}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Operating Exp.}}{\text{Revenue}}$	= <b>Operating Margin</b>
2020	62.3%	9.9%	27.6%	0.2%
2021	62.3%	9.5%	26.6%	1.6%
2022	53.8%	5.4%	18.4%	22.4%
2023F	53.5%	4.9%	19.0%	22.6%
2024F	53.5%	4.7%	19.0%	22.8%
Year	1/ $\frac{\text{Working Capital}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Net PPE}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Other Assets}}{\text{Revenue}}$	= <b>Capital Turnover</b>
2020	0.4	0.0	0.0	2.6
2021	0.4	0.0	0.0	2.7
2022	0.6	0.0	0.0	1.7
2023F	0.4	0.0	0.0	2.3
2024F	0.5	0.0	0.0	2.2
Year	<b>Operating Margin</b>	x $\frac{\text{Capital Turnover}}{\text{Revenue}}$	x $\frac{\text{Cash Tax Rate}}{\text{Revenue}}$	= <b>After-tax Return on Inv. Capital</b>
2020	0.2%	2.6	89%	0.4%
2021	1.6%	2.7	86%	3.7%
2022	22.4%	1.7	82%	31.8%
2023F	22.6%	2.3	82%	42.2%
2024F	22.8%	2.2	82%	40.7%

Source: KGI Securities Research



**Bumrungrad Hospital – Recommendation & target price history**


Source: KGI Securities Research



# Corporate Governance Report of Thai Listed Companies

<b>Companies with Excellent CG Scoring</b>					
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	SEAFCO	SEAFCO
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
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MAKRO	SIAM MAKRO	THCOM	THAICOM
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	

<b>Companies with Very Good CG Scoring</b>					
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	SRISAWAD 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		

<b>Companies with Good CG Scoring</b>					
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

<b>Companies classified Not in the three highest score groups</b>					
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	KASIKORN BANK	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
CENDEL	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
BCPG	BCPG	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.