

Bumrungrad Hospital

(BH.BK/BH TB)*

Outperform • Maintained

Price as of 21 Aug 2023	259.00
12M target price (Bt/shr)	300.00
Unchanged/Revised up(down)(%)	11.1
Upside/downside (%)	15.8

Key messages

เราคาดว่าผลการดำเนินงานโดยรวมจะแข็งแกร่งขึ้นทั้ง YoY และ QoQ ใน 3Q66F เนื่องจากเรคาดว่ากำไรในงวด 1H66 จะแข็งแกร่งเกินคาด และจะดีต่อเนื่องในอีกสองสามปีข้างหน้า เราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2566F เป็น 6.93 พันล้านบาท (+40.4% YoY) และปี 2567F เป็น 7.39 พันล้านบาท (+6.6% YoY) เรายังคงคำแนะนำซื้อ BH และขยับไปใช้ราคาเป้าหมาย DCF ปี 2567 ที่ 300 บาท (ใช้ WACC ที่ 8.2% และ TG ที่ 3%) คิดเป็น PE ปี FY67F ที่ 32.3x (จากเดิมที่ใช้ราคาเป้าหมายกลางปี 2567 ที่ 270 บาท) โดยเราเลือก BH เป็นหนึ่งในหุ้นเด่นของเราในกลุ่มโรงพยาบาล

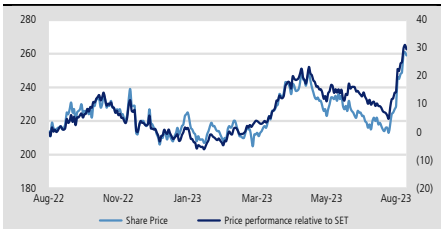
Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$m)	206/5,883		
Outstanding shares (mn)	795		
Foreign ownership (mn)	255		
3M avg. daily trading (mn)	3		
52-week trading range (Bt)	194.50-261.00		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	10.7	17.7	33.2
Relative	11.4	28.1	41.1

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	2.20		

Share price chart



Source: SET

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

คาดว่าจะทำสถิติสูงสุดใหม่ใน 3Q66

Event

ผลการดำเนินงานหลัง 2Q66, ปรับเพิ่มประมาณการกำไร และขยับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2567

Impact

แนวโน้มเป็นบวกใน 2H66 และช่วงหลังจากนั้นไป

กำไรสุทธิของ BH ใน 2Q66 อยู่ที่ 1.74 พันล้านบาท (+49.9% YoY, +10.4% QoQ) คิดเป็น 35.4% ของประมาณการกำไรเต็มปีของเราที่ 5.39 พันล้านบาท โดยกำไรสุทธิในงวด 1H66 คิดเป็น 67.5% ของประมาณการกำไรเต็มปีของเรา สำหรับในระยจะต่อไป เรามองว่ากำไรของบริษัทมีแนวโน้มจะแข็งแกร่งมากใน 3Q66F หลังจากที่ได้ผลการดำเนินงานสูงเป็นประวัติการณ์ใน 2Q66 แม้จะเป็นช่วงที่ผลประกอบการมักจะแผ่วตามฤดูกาล (เทศกาลสงกรานต์, รอมฎอน และมีวันหยุดพิเศษ) เรามองว่ากำไรจะเป็นทิศทางบวก YoY จากการที่จำนวนผู้ป่วยต่างชาติฟื้นตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่งจะส่งผลดีกับ BH อย่างมาก เพราะรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติมีสัดส่วนสูงถึง 66% ในงวด 1H66 ที่สำคัญยิ่งกว่านั้นคือ เราคาดว่าผลการดำเนินงานจะแข็งแกร่งขึ้นทั้ง YoY และ QoQ ใน 3Q66F เนื่องจากผู้ป่วยที่มี intensity สูงทั้งชาวไทยและต่างชาติกลับมาเข้ารับการรักษา ทั้งนี้ บริษัทคาดว่าจะรายได้ใน 3Q66F จะได้ในระดับสองหลัก YoY ใน 3Q66 โดยจะได้อยู่ระหว่าง 1Q66 และ 2Q66 ที่ 23% ถึง 47% เนื่องจาก i) จำนวนเตียงผู้ป่วยเพิ่มขึ้นเป็น 497 เตียงใน 3Q66 (จาก 471 เตียง โดย utilisation rate อยู่ที่ 80% ใน 2Q66) ii) ตามปกติแล้ว 3Q จะเป็นไตรมาสที่จำนวนผู้ป่วยชาวไทยและตะวันออกกลางมักจะแข็งแกร่งตามฤดูกาล iii) ผู้ป่วยชาวเมียนมาร์อาจจะกลับมาใช้บริการเนื่องจากสถานการณ์การเมืองในประเทศดีขึ้น (รายได้จากผู้ป่วยชาวเมียนมาร์ตกไปอยู่อันดับสองในงวด 1H66 เพราะความตึงเครียดทางการเมือง เทียบกับอันดับหนึ่งในปี 2565) และ iv) มีการปรับขึ้นราคา 4.6% จากเดือนกรกฎาคมเป็นต้นมา

การรักษาประเภทที่ intensity สูงยังดูน่าสนใจสำหรับผู้ป่วยต่างชาติ

นอกจากจะเป็นโรงพยาบาลที่มี platform แข็งแกร่งสำหรับผู้ป่วยต่างชาติแล้ว เราคิดว่าอัตรากำไรของ BH ยังมีแนวโน้มบวกเนื่องจาก i) คุณภาพการบริการทางการแพทย์อยู่ในระดับสูง iv) การรักษายูเรียดับที่แข่งขันได้ โดยน่าจะยังต่ำกว่าในต่างประเทศ 30% ถึง 70% (เทียบกับโรงพยาบาลในสิงคโปร์ และในซีกโลกตะวันตก)

ปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2566F ขึ้นอีก 28.6% และปี 2567F ขึ้นอีก 24.8%

เนื่องจากเรคาดว่ากำไรในงวด 1H66 จะแข็งแกร่งเกินคาด และจะดีต่อเนื่องในอีกสองสามปีข้างหน้า เราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2566F และ 2567F เนื่องจากเรา i) ปรับเพิ่มสมมติฐานอัตราดอกเบี้ยโตของรายได้ขึ้น 13.1% และ 8.0% YoY ii) ปรับเพิ่มสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นเป็น 49.5% (จากเดิม 46.5%) ในปี 2566F และ 50.0% (จากเดิม 46.5%) ในปี 2567F และ iii) ปรับลดสัดส่วน SG&A/รายได้เป็น 18.0% (จาก 19.0%) ในปี 2566-2567F เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิในปีเป็น 6.93 พันล้านบาท (+40.4% YoY) และ 7.39 พันล้านบาท (+6.6% YoY) ในปี 2567F

Valuation & Action

เรายังคงคำแนะนำซื้อ BH และขยับไปใช้ราคาเป้าหมาย DCF ปี 2567 ที่ 300 บาท (ใช้ WACC ที่ 8.2% และ TG ที่ 3%) คิดเป็น PE ปี FY67F ที่ 32.3x (จากเดิมที่ใช้ราคาเป้าหมายกลางปี 2567 ที่ 270 บาท) โดยเราเลือก BH เป็นหนึ่งในหุ้นเด่นของเราในกลุ่มโรงพยาบาล

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	25,807	27,097
Gross profit (Bt mn)	4,638	4,673	9,546	12,774	13,549
Pretax profit (Bt mn)	1,369	1,527	6,053	8,486	9,047
Net profit (Bt mn)	1,204	1,216	4,938	6,935	7,393
EPS (Bt)	1.51	1.53	6.21	8.71	9.29
DPS (Bt)	3.20	3.20	3.50	3.70	4.00
EPS growth (%)	(70.5)	1.0	306.2	40.4	6.6
P/E (x)	79.3	92.3	41.7	29.7	27.9
P/B (x)	5.2	6.5	10.5	8.8	7.5
EV/EBITDA (x)	39.3	43.2	29.7	22.0	20.6
Net Debt to Equity (%)	7.3	Cash	Cash	Cash	Cash
Dividend Yield (%)	1.2	1.2	1.4	1.4	1.5
Return on Avg. Equity (%)	6.2	7.1	26.7	32.1	29.1

Source: Company data, KGI Securities Research

*The Company may be issuer of Derivative Warrants on these securities.

http://research.kgi.com; Bloomberg: KGI <GO> Please see back page for disclaimer

Figure 1: BH's 2Q23 earnings performance

Bt mn	2Q23	2Q22	YoY (%)	1Q23	QoQ (%)	1H23	1H22	YoY (%)
Revenue from hospital operations	6,029	4,903	23.0	6,050	(0.3)	12,079	9,005	34.1
Cost of hospital operations	(3,041)	(2,640)	15.2	(3,150)	(3.4)	(6,191)	(5,033)	23.0
Gross profit	2,988	2,263	32.0	2,900	3.0	5,888	3,971	48.3
SG&A	(986)	(887)	11.2	(1,013)	(2.7)	(2,000)	(1,752)	14.1
Pretax profit	2,142	1,430	49.7	1,952	9.8	4,094	2,334	75.4
After tax profit	1,760	1,177	49.6	1,596	10.3	3,357	1,913	75.5
Net profit	1,748	1,166	49.9	1,583	10.4	3,331	1,891	76.2
EPS (Bt)	2.20	1.47	49.8	1.99	10.4	4.19	2.38	76.1
Percent	2Q23	2Q22	YoY (ppts)	1Q23	QoQ (ppts)	1H23	1H22	YoY (ppts)
Gross margin	49.6	46.2	3.4	47.9	1.6	48.7	44.1	4.6
EBIT margin	35.5	29.2	6.3	32.3	3.3	33.9	25.9	8.0
SG&A/Sales	16.4	18.1	(1.7)	16.8	(0.4)	16.6	19.5	(2.9)
Effective tax rate	17.8	17.7	0.1	18.2	(0.4)	18.0	18.0	(0.0)
Net margin	29.0	23.8	5.2	26.2	2.8	27.6	21.0	6.6
Assumption	2Q23	2Q22	YoY (ppts)	1Q23	QoQ (ppts)			
International patient (%)	65	62	2.9	67	(1.8)			
Thai patient (%)	35	38	(2.9)	33	1.8			
OPD (%)	48	54	(6.0)	49	(1.0)			
IPD (%)	52	46	6.0	51	1.0			
Revenue by segment	2Q23	2Q22	YoY (%)	1Q23	QoQ (%)			
International patient (Bt mn)	3,931	3,055	28.7	4,053	(3.0)			
Thai patient (Bt mn)	2,098	1,848	13.5	1,996	5.1			
OPD (Bt mn)	2,894	2,648	9.3	2,964	(2.4)			
IPD (Bt mn)	3,135	2,255	39.0	3,085	1.6			

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 2: Earnings revisions

	2023F		Change (%)	2024F		Change (%)
	Revised	Previous		Revised	Previous	
Revenue (Bt mn)	25,807	22,813	13.1	27,097	25,095	8.0
Gross profit (Bt mn)	12,774	10,608	20.4	13,549	11,669	16.1
Normalized profit (Bt mn)	6,935	5,391	28.6	7,393	5,926	24.8
Net profit (Bt mn)	6,935	5,391	28.6	7,393	5,926	24.8
EPS (Bt/share)	8.7	6.8	28.6	9.3	7.4	24.8
Key financial ratios	Revised	Previous	Change	Revised	Previous	Change
Gross profit margin (%)	49.5	46.5	3.0	50.0	46.5	3.5
SG&A to sales (%)	18.0	19.0	(1.0)	18.0	19.0	(1.0)
Net profit margin (%)	27.1	23.8	3.2	27.5	23.8	3.7

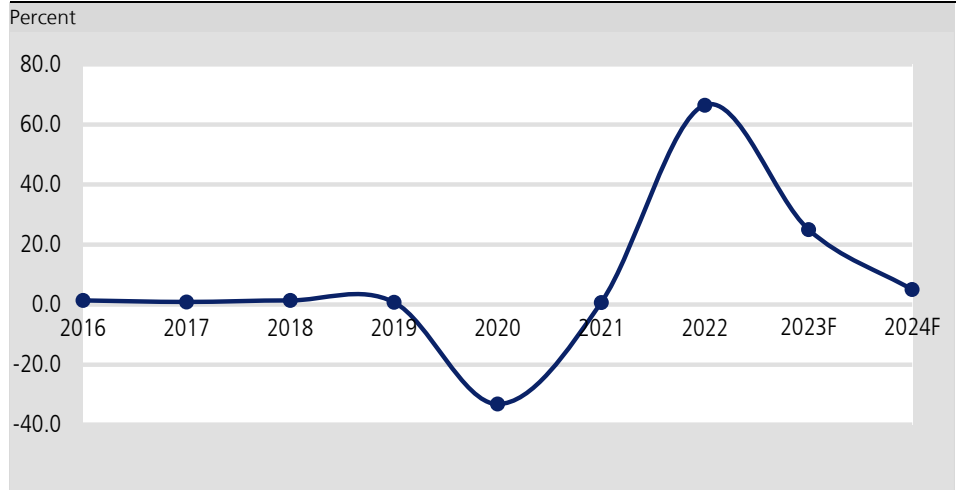
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 3: Key assumptions and outlook

	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
Sales revenues (%)	100	100	100	100	100	100
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
Total (Bt mn)	18,409	12,315	12,404	20,646	25,807	27,097
i) Thai patients (Bt mn)	6,038	5,924	6,698	7,639	8,516	8,942
ii) International patients (Bt mn)	12,371	6,392	5,706	13,007	17,291	18,155
a) Expat (Bt mn)	6,259	3,941	4,466	6,194	8,258	8,671
b) Fly in (Bt mn)	6,112	2,451	1,240	6,813	9,032	9,484
Dividend & Net DE						
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

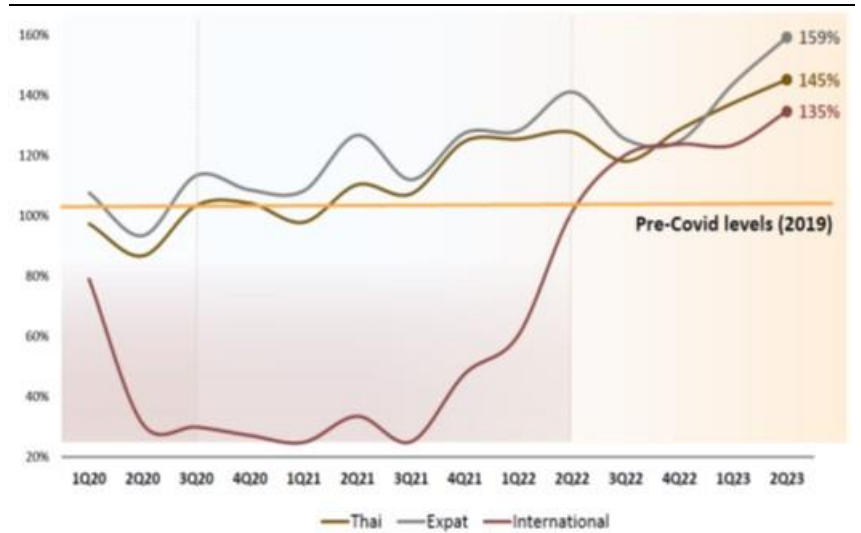
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 4: BH's revenue growth outlook



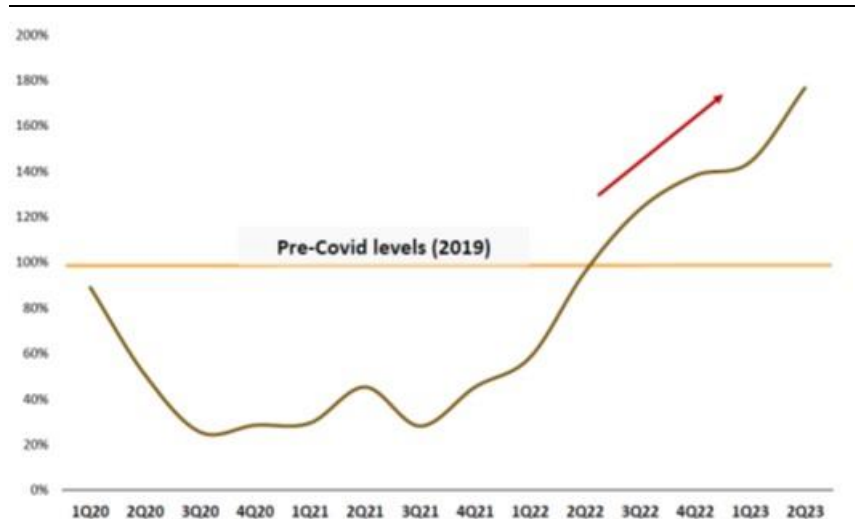
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 5: Revenue from hospital operations



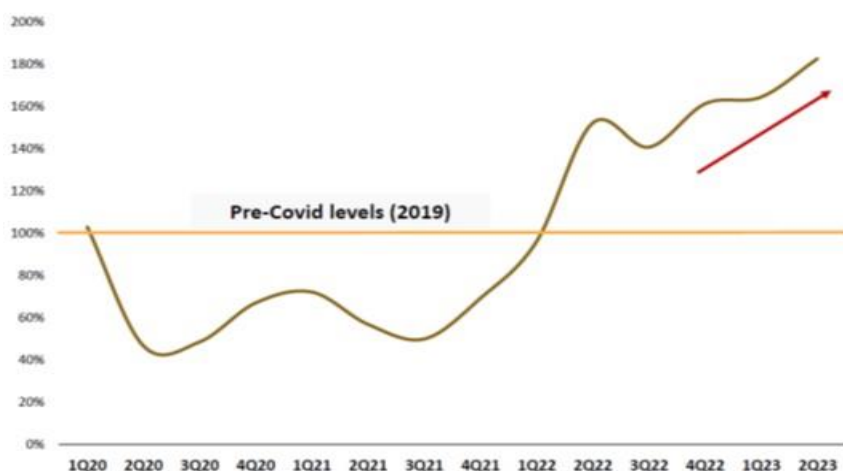
Source: Company data

Figure 6: Middle Eastern business trend



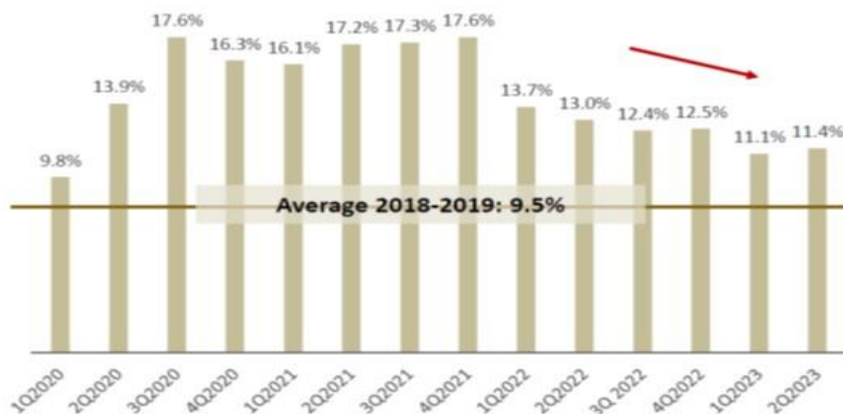
Source: Company data

Figure 7: China business trend



Source: Company data

Figure 8: Discount rate management



Source: Company data

Figure 9: Top 10 international patient revenues

Nationality	Net Patient Revenues -%Variance	
	2Q23 vs 2Q22	1H23 vs 1H22
1 Qatar	179.9%	228.2%
2 Myanmar	-10.7%	15.1%
3 Kuwait	58.8%	62.8%
4 Cambodia	6.7%	42.1%
5 United Arab Emirates	28.4%	65.1%
6 Bangladesh	-13.4%	-3.8%
7 United States	56.3%	114.9%
8 Mongolia	-13.9%	-6.1%
9 China	37.4%	83.7%
10 Oman	18.2%	23.0%
Total International	32.9%	61.8%

Source: Company data

Figure 10: Expansion projects in the pipeline during 2023-2025



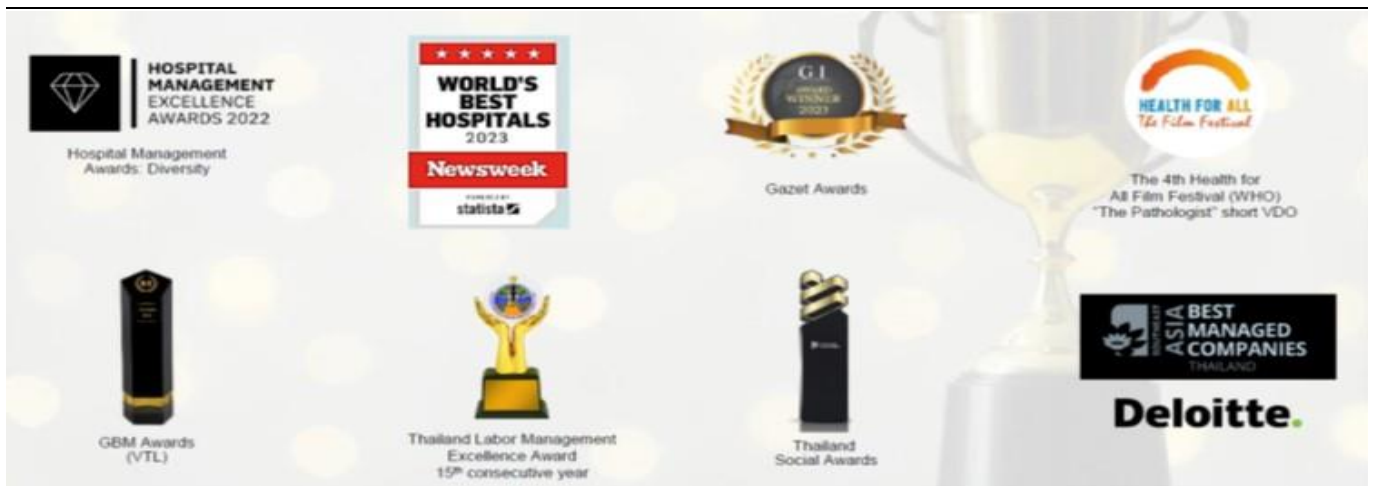
Source: Company data

Figure 11: International market strategy



Source: Company data

Figure 12: Awards during January- August 2023



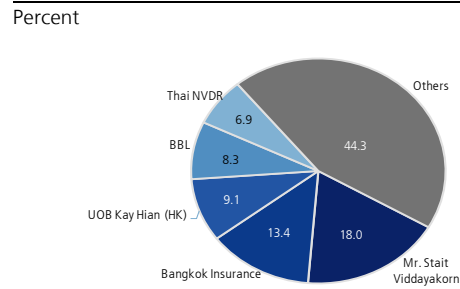
Source: Company data

Figure 13: 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).

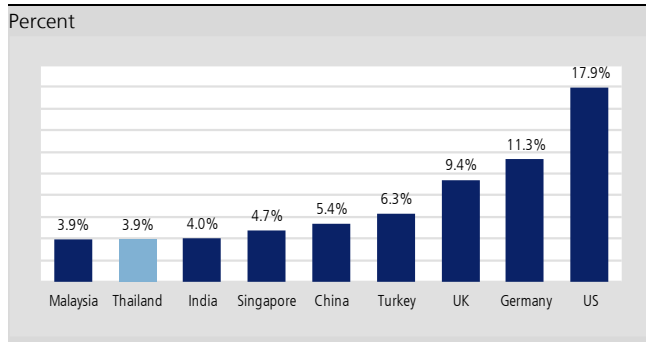
Source: Company data

Figure 14: Shareholding structure



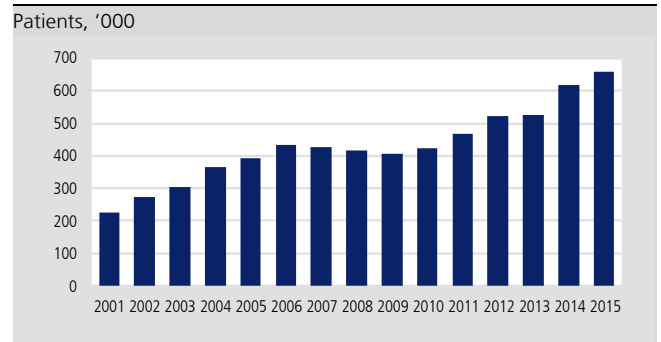
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 15: Healthcare penetration



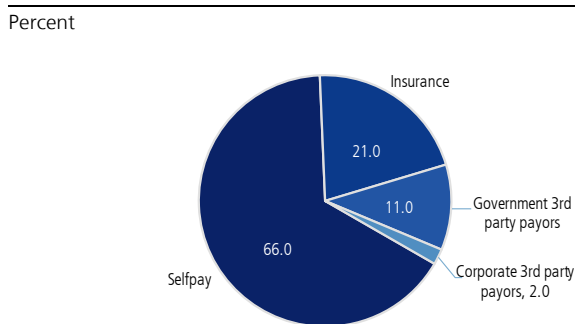
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 16: BH's international volumes 2001-2015



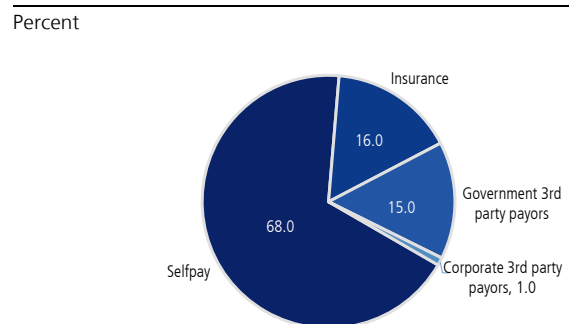
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 17: BH's revenue by payor type in 2021



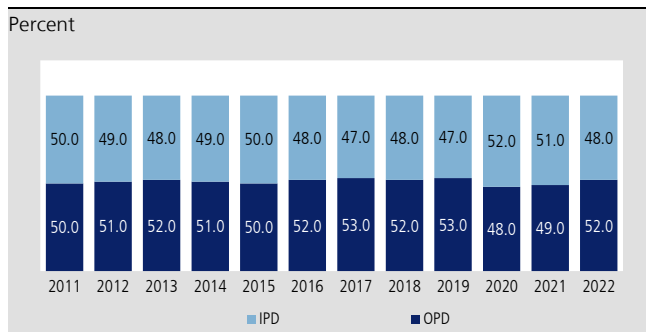
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 18: BH's revenue by payor type in 2022



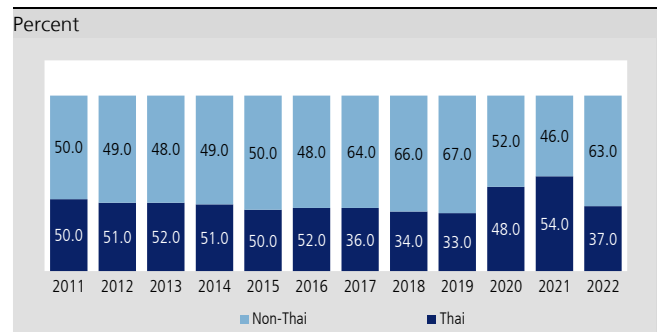
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 19: Revenue contribution by patient types



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 20: Revenue contribution by nationality



Source: Company data, KGI Securities Research

Quarterly Income Statement

	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	Apr-23A
Income Statement (Bt mn)														
Revenue	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	6,029
Cost of Goods Sold	(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)	(3,041)
Gross Profit	1,793	781	1,028	1,036	895	1,075	1,086	1,618	1,708	2,263	2,743	2,831	2,900	2,988
Operating Expenses	(913)	(795)	(828)	(858)	(812)	(835)	(813)	(836)	(865)	(887)	(999)	(1,046)	(1,013)	(986)
Other incomes	79	65	55	53	57	43	104	65	62	55	76	115	66	141
Operating Profit	959	50	256	231	140	282	377	847	905	1,431	1,820	1,900	1,952	2,143
Non-Operating Income	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Interest Income	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Non-op Income	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Non-Operating Expenses	(32)	(32)	(32)	(32)	(31)	(31)	(31)	(26)	(2)	(1)	(1)	(1)	(0)	(0)
Interest Expense	(32)	(32)	(32)	(32)	(31)	(31)	(31)	(26)	(2)	(1)	(1)	(1)	(0)	(0)
Other Non-op Expenses	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Investment Income/(Loss)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pre-tax Profit	927	18	224	199	109	251	346	821	903	1,430	1,819	1,900	1,952	2,142
Current taxation	(166)	32	1	(17)	(12)	(38)	(39)	(127)	(168)	(254)	(316)	(335)	(355)	(382)
Minorities	(4)	(2)	(10)	(2)	1	(1)	(7)	(17)	(10)	(16)	(3)	(8)	(10)	(18)
Extraordinary items	7	(4)	6	(8)	(7)	5	(4)	(65)	(0)	5	2	(10)	(3)	6
Net Profit	765	44	222	173	91	216	296	612	725	1,166	1,501	1,546	1,583	1,748
EPS (Bt)	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	2.2
Margins (%)														
Gross profit margin	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	49.6
Operating margin	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	35.5
Net profit margin	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	29.0
Growth (%)														
Revenue growth	(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	23.0
Operating growth	(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	49.7
Net profit growth	(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	49.9

Source: KGI Securities Research

Balance Sheet

As of 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023F	2024F
Total Assets	24,222	20,857	24,259	28,312	32,475
Current Assets	10,801	8,062	11,419	14,783	18,245
Cash & ST Investments	8,138	5,936	8,276	10,974	14,251
Inventories	309	328	326	428	445
Accounts Receivable	2,206	1,461	2,658	3,182	3,341
Others	148	338	159	198	208
Non-current Assets	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
Total Liabilities	5,385	3,239	4,253	4,450	4,751
Current Liabilities	4,418	2,284	3,415	3,412	3,663
Accounts Payable	704	805	1,085	1,143	1,188
ST Borrowings	2,534	40	24	0	0
Others	1,179	1,439	2,306	2,269	2,475
Long-term Liabilities	967	955	839	1,038	1,088
Long-term Debts	74	54	40	40	40
Others	893	901	799	999	1,048
Shareholders' Equity	18,837	17,618	20,005	23,862	27,724
Common Stock	795	795	795	795	795
Capital Surplus	805	875	762	810	861
Retained Earnings	17,236	15,947	18,448	22,256	26,067
Preferred Stock	1	1	1	1	1

Source: KGI Securities Research

Key Ratios

Year to 31 Dec	2020	2021	2022	2023F	2024F
Growth (% YoY)					
Sales	(33.1)	0.7	66.4	25.0	5.0
EBIT	(71.6)	10.7	317.4	41.4	6.7
EBITDA	(56.0)	3.8	168.5	34.6	6.7
NP	(67.9)	1.0	306.2	40.4	6.6
EPS	(70.5)	1.0	306.2	40.4	6.6
Profitability (%)					
Gross Margin	37.7	37.7	46.2	49.5	50.0
Operating Margin	10.1	11.1	27.8	31.5	32.0
EBITDA Margin	20.0	20.6	33.3	35.8	36.4
Net Profit Margin	9.9	10.6	24.1	27.1	27.5
ROAA	4.8	5.7	21.9	26.4	24.3
ROAE	6.2	7.1	26.7	32.1	29.1
Stability					
Gross Debt/Equity (%)	13.8	0.5	0.3	0.2	0.1
Net Debt/Equity (%)	7.3	(9.7)	(10.1)	(10.7)	(12.0)
Interest Coverage (X)	9.7	11.5	1,620.7	2,338.8	2,545.6
Interest & ST Debt Coverage (X)	9.8	11.6	1,620.8	2,338.9	2,545.7
Cash Flow Interest Coverage (X)	9.7	11.5	1,620.7	2,338.8	2,545.6
Cash Flow/Interest & ST Debt (X)	10.0	11.8	1,621.0	2,339.1	2,545.9
Current Ratio (X)	2.4	3.5	3.3	4.3	5.0
Quick Ratio (X)	1.8	2.6	2.4	3.2	3.9
Net Debt (Bt mn)	1,379	(1,708)	(2,028)	(2,542)	(3,334)
Per Share Data (Bt)					
EPS	1.5	1.5	6.2	8.7	9.3
CFPS	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
BVPS	23.3	21.7	24.8	29.5	34.3
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
Activity					
Asset Turnover (x)	0.5	0.6	0.9	1.0	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
Sales	12,315	12,404	20,646	25,807	27,097
Cost of Goods Sold	7,677	7,731	11,099	13,032	13,549
Gross Profit	4,638	4,673	9,546	12,774	13,549
Operating Expenses	3,394	3,296	3,798	4,645	4,878
Operating Profit	1,244	1,377	5,748	8,129	8,671
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	234	245
Net Extraordinaries	5	(58)	(3)	-	-
Pretax Income	1,369	1,527	6,053	8,486	9,047
Income Taxes	150	216	1,072	1,503	1,603
Net Profit	1,204	1,216	4,938	6,935	7,393
EBITDA	2,464	2,557	6,865	9,241	9,856
EPS (Bt)	1.51	1.53	6.21	8.71	9.29

Source: KGI Securities Research

Cash Flow

Year to 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023F	2024F
Operating Cash Flow	2,652	3,167	5,708	7,489	8,490
Net Profit	1,204	1,216	4,938	6,935	7,393
Depreciation & Amortization	1,220	1,180	1,117	1,111	1,185
Change in Working Capital	228	772	(347)	(558)	(89)
Others	0	0	0	0	0
Investment Cash Flow	(589)	2,160	(3,316)	(3,810)	(4,320)
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	310	150
Free Cash Flow	2,063	5,327	2,392	3,679	4,170
Financing Cash Flow	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
Net Cash Flow	2,568	6,460	3,840	5,443	6,249

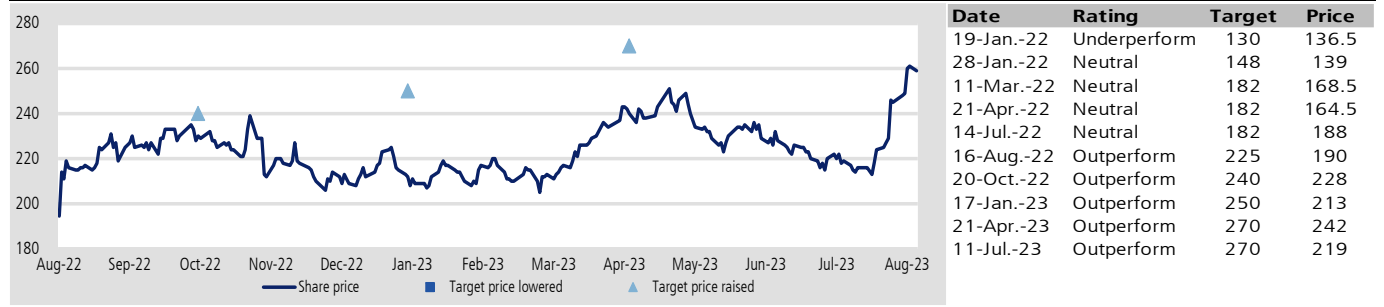
Source: KGI Securities Research

Rates of Return on Invested Capital

Year	1- COGS Revenue	+ Depreciation Revenue	+ Operating Exp. Revenue	= Operating Margin
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	50.5%	4.3%	18.0%	27.2%
2024F	50.0%	4.4%	18.0%	27.6%
Year	1/ Working Capital Revenue	+ Net PPE Revenue	+ Other Assets Revenue	= Capital Turnover
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	Operating Margin	x Capital Turnover	x Cash Tax Rate	= After-tax Return on Inv. Capital
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	27.2%	2.3	82%	50.7%
2024F	27.6%	2.2	82%	49.4%

Source: KGI Securities Research

Bumrungrad Hospital – Recommendation & target price history



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	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	

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 ERWAN 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	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

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

China	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
Taiwan	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
Hong Kong		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
Thailand	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014
Singapore		4 Shenton Way #13-01 SGX Centre 2 Singapore 068807 Telephone 65.6202.1188 Facsimile 65.6534.4826

KGI's Ratings

Rating	Definition
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.