

Chularat Hospital

(CHG.BK/CHG TB)*

Outperform · Maintained

Price as of 26 Oct 2023	3.10
12M target price (Bt/shr)	3.70
Unchanged/Revised up(down)(%)	(2.6)
Upside/downside (%)	19.4

Key messages

เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ CHG น่าจะดีขึ้นโดยคาดว่าจะกำไรสุทธิใน 3Q66F จะอยู่ที่ 309 ล้านบาท (+19.7% YoY, +50.1% QoQ) ซึ่งคิดเป็น 30.8% ของประมาณการใหม่ปี 2566F ของเราที่ 1.00 พันล้านบาท นอกจากนี้ เรายังคาดว่ากำไรสุทธิในงวด 9M66F จะคิดเป็น 75.2% ของประมาณการกำไร FY66F เราคาดว่ากำไรสุทธิของ CHG ในปี 2566F จะอยู่ที่ 1.00 พันล้านบาท (-63.8% YoY) และปี 2567F จะอยู่ที่ 1.24 พันล้านบาท (+23.4% YoY) เรายังคงคำแนะนำซื้อ และขยับไปใช้ราคาเป้าหมาย DCF ปี 2567 ที่ 3.70 บาท (ใช้ WACC ที่ 7.9% และ TG ที่ 3.0%) จากที่เคยอิงกับปี 2566 ที่ 3.80 บาท

Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$m)	34/942
Outstanding shares (mn)	11,000
Foreign ownership (mn)	1,341
3M avg. daily trading (mn)	39
52-week trading range (Bt)	2.8-4.0
Performance (%)	3M 6M 12M
Absolute	6.2 (11.4) (11.4)
Relative	19.5 (1.2) 3.5

Quarterly EPS

Bt	Q1	Q2	Q3	Q4
2020	0.02	0.01	0.03	0.02
2021	0.02	0.05	0.14	0.16
2022	0.12	0.08	0.02	0.03
2023	0.02	0.02		

Share price chart



Source: SET

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

ประมาณการ 3Q66F: กำไรจะแข็งแกร่งขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

Event

ประมาณการ 3Q66F, ปรับประมาณการกำไรเต็มปี และราคาเป้าหมาย

Impact

คาดวผลประกอบการใน 3Q66F จะดีขึ้นจาก 1H66

หลังจากที่ผลการดำเนินงานในงวด 1H66 ออกมาไม่น่าตื่นเต้น เพราะผลจากฐานที่สูงจากการที่ COVID-19 ยังมีผลกระทบในช่วง 1H65 ขณะที่เราคาดว่า ผลการดำเนินงานของ CHG น่าจะดีขึ้นใน 3Q66F โดยคาดกำไรสุทธิจะอยู่ที่ 309 ล้านบาท (+19.7% YoY, +50.1% QoQ) ซึ่งคิดเป็น 30.8% ของประมาณการใหม่ปี 2566F ของเราที่ 1.00 พันล้านบาท นอกจากนี้ เรายังคาดว่ากำไรสุทธิในงวด 9M66F จะคิดเป็น 75.2% ของประมาณการกำไร FY66F

i) คาดว่ากำไรใน 3Q66F จะเพิ่มขึ้นทั้ง YoY และ QoQ เราคาดว่ารายได้ใน 3Q66F จะอยู่ที่ 2.07 พันล้านบาท (+2.1% YoY, +15.0% QoQ) ในขณะที่คาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะอยู่ที่ 26.5% ลดลงเล็กน้อยจาก 26.9% ใน 3Q65 แต่เพิ่มขึ้นจาก 23.2% ใน 2Q66 โดยรายได้ที่เพิ่มขึ้นจะเป็นเพราะ i) 3Q66 เป็นช่วงที่แข็งแกร่งตามฤดูกาล แม้จะมีผู้ป่วย COVID-19 น้อยมากทั้ง YoY และ QoQ และ ii) ได้อานิสงส์เต็มไตรมาสจากการที่ SSO ปรับขึ้นอัตราค่าเหมาจ่ายรายหัว (เริ่มตั้งแต่เดือนพฤษภาคม) 10.2% YoY (รายได้จาก SSO คิดเป็น 33% ของรายได้รวมในงวด 6M66) สำหรับใน 3Q66 CHG ยังจะได้อานิสงส์จาก utilization rate ที่เพิ่มขึ้นเป็นประมาณ 80% เนื่องจากมีจำนวนผู้ป่วยเพิ่มขึ้นเพิ่มขึ้นจากโรงไขหวัดใหญ่ ไข้เลือดออก และ RSV นอกจากนี้ เรายังคาดว่า CHG จะมีรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติเพิ่มขึ้นเป็นประมาณ 90 ล้านบาทใน 3Q66F (จากประมาณ 60 ล้านบาท/ไตรมาส)

ii) คาดว่ารายได้จากบริการบริหารโรงพยาบาลจะทรงตัว โดย CHG รับรู้รายได้จากการบริหารโรงพยาบาลที่พัทยา เกาะล้าน และศูนย์หัวใจโรงพยาบาลสิรินธร ประมาณไตรมาสละ 70 ล้านบาท คิดต่อกันมาหลายไตรมาสแล้ว

ปรับลดประมาณการกำไรปี 2566F ลง 27.5% และปี 2567F ลง 12.6%

เนื่องกำไรงวด 9M66F มีแนวโน้มจะอ่อนแอกว่าที่เราประเมินเอาไว้ก่อนหน้านี้ เราจึงมองว่าประมาณการเดิมของเราอาจมองบวกมากเกินไปจากฐานรายได้ที่สูงเพราะ COVID-19 ระบาดในช่วงสองสามปีที่ผ่านมามา ดังนั้น เรายังปรับลดประมาณการกำไรปี 2566F และ 2567F ลง เนื่องจากมองว่าอัตรากำไรขั้นต้นน่าจะต่ำกว่าที่คาดเอาไว้ก่อนหน้านี้ โดยอยู่ที่ 26.0% และ 28.2% (จากเดิมที่ 32.6% และ 30.8%) ตามลำดับ ในขณะที่เดียวกัน เรายังปรับลดประมาณการรายได้ปีนี้ลงเล็กน้อยเหลือ 7.85 พันล้านบาท (จากเดิม 7.88 พันล้านบาท) ในขณะที่ปรับสมมติฐานสัดส่วน SG&A/รายได้ปีนี้ลงเหลือ 13.0% จากเดิมที่ 13.8% เพื่อสะท้อนถึงประมาณการงวด 9M66F ของเรา ทั้งนี้ หลังจากที่เราปรับประมาณการใหม่แล้ว เราคาดว่ากำไรสุทธิของ CHG ในปี 2566F จะอยู่ที่ 1.00 พันล้านบาท (-63.8% YoY) และปี 2567F จะอยู่ที่ 1.24 พันล้านบาท (+23.4% YoY)

Valuation & Action

เราขยับไปใช้ราคาเป้าหมาย DCF ปี 2567 ที่ 3.70 บาท (ใช้ WACC ที่ 7.9% และ TG ที่ 3.0%) จากเดิมที่อิงปี 2566 ที่ 3.80 บาท เรายังคงคำแนะนำซื้อ CHG จากแนวโน้มกำไรที่ดีขึ้นในปีหน้า

Risks

COVID-19 ระบาด, เศรษฐกิจชะลอตัวลง และ เกิดปัญหาเสถียรภาพทางการเมืองไทยรอบใหม่

Key financials and valuations

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
Revenue (Bt mn)	5,433	11,742	10,103	7,851	8,530
Gross profit (Bt mn)	1,748	5,860	4,195	2,040	2,405
EBIT (Bt mn)	1,104	5,296	3,565	1,303	1,594
Net profit (Bt mn)	877	4,204	2,778	1,005	1,241
EPS (Bt)	0.08	0.38	0.25	0.09	0.11
DPS (Bt)	0.05	0.20	0.20	0.05	0.06
EPS growth (%)	24.3	379.5	(33.9)	(63.8)	23.4
P/E (x)	30.9	9.6	14.6	33.9	27.5
P/B (x)	6.7	5.3	5.4	3.6	3.1
EV/EBITDA (x)	20.3	4.7	7.3	16.4	13.1
Net Debt to Equity (x)	0.1	Cash	Cash	Cash	Cash
Dividend Yield (%)	2.0	5.5	5.4	1.5	1.8
Return on Avg. Equity (%)	20.9	53.6	35.3	10.3	11.0

Source: Company data, KGI Securities Research

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

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

Figure 1: CHG's 3Q23F earnings preview

Bt mn	3Q23F	3Q22	YoY (%)	2Q23	QoQ (%)	9M23F	9M22	YoY (%)
Sale revenue	2,068	2,026	2.1	1,799	15.0	5,583	8,382	(33.4)
Operating cost	(1,520)	(1,480)	2.7	(1,380)	10.1	(4,177)	(4,679)	(10.7)
Gross profit	548	546	0.4	418	31.1	1,406	3,703	(62.0)
SG&A	(229)	(253)	(9.5)	(222)	3.0	(651)	(680)	(4.3)
Pretax profit	387	364	6.5	262	47.8	954	3,225	(70.4)
Net profit	309	258	19.7	206	50.1	756	2,493	(69.7)
EPS (Bt)	0.03	0.02	19.7	0.02	50.1	0.07	0.23	(69.7)
Percent	3Q23F	3Q22	YoY (ppts)	2Q23	QoQ (ppts)	9M23F	9M22	YoY (ppts)
Gross margin	26.5	26.9	(0.4)	23.2	3.3	25.2	44.2	(19.0)
SG&A/Sales	11.1	12.5	(1.4)	12.3	(1.3)	11.7	8.1	3.5
Net profit margin	15.0	12.8	2.2	11.5	3.5	13.5	29.7	(16.2)
Revenue (Bt mn)	3Q23F	3Q22	YoY (%)	2Q23	QoQ (%)			
OPD	621	697	(11.0)	540	14.9			
IPD	716	615	16.5	624	14.7			
Cash patient: IPD+OPD	1,336	1,312	1.9	1,164	14.8			
Social Security patient	691	565	22.3	596	15.9			
NHSO	41	150	(72.3)	38	7.7			
Total	2,068	2,026	2.1	1,799	15.0			
Revenue structure (%)	3Q23F	3Q22	YoY (ppts)	2Q23	QoQ (ppts)			
OPD	30.0	34.4	(4.4)	30.0	(0.0)			
IPD	34.6	30.3	4.3	34.7	(0.1)			
Cash patient: IPD+OPD	64.6	64.7	(0.1)	64.7	(0.1)			
Social Security patient	33.4	27.9	5.5	33.1	0.3			
NHSO	2.0	7.4	(5.4)	2.1	(0.1)			
Total	100.0	100.0		100.0				

Source: Company data, KGI Securities Research

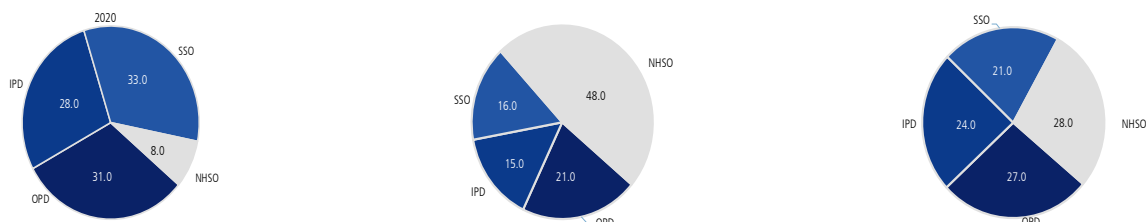
Figure 2: Earnings revisions

	2023F		Change (%)	2024F		Change (%)
	Revised	Previous		Revised	Previous	
Revenue (Bt mn)	7,851	7,888	(0.5)	8,530	8,530	0.0
Gross profit (Bt mn)	2,040	2,571	(20.7)	2,405	2,624	(8.3)
Net profit (Bt mn)	1,005	1,388	(27.5)	1,241	1,420	(12.6)
EPS (Bt/share)	0.09	0.13	(27.5)	0.11	0.13	(12.6)
Key financial ratios	Revised	Previous	Change (ppt)	Revised	Previous	Change (ppt)
Gross profit margin (%)	26.0	32.6	(6.6)	28.2	30.8	(2.6)
SG&A to sales (%)	13.0	13.8	(0.8)	13.0	13.0	0.0
Net profit margin (%)	12.8	17.6	(4.8)	14.5	16.7	(2.1)

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 3: CHG's revenue breakdown by services during 2020-2022

Percent



Source: Company data, KGI Securities Research

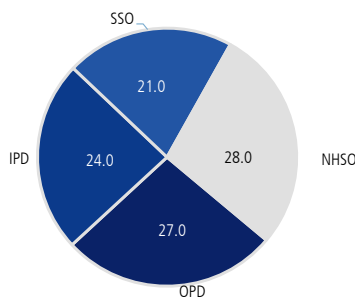
Figure 4: Company profile

Chularat Hospital (CHG) was established in 1986 by the Plussind family. It currently operates seven hospitals and seven clinics with capacity of 113 OPD rooms and 442 IPD beds. Its services are located in Eastern Thailand, covering the three main provinces; Samut Prakan, Chachoengsao and Chon Buri. CHG's expertise is in heart surgery, stroke surgery, neonatal intensive care and hand & microsurgery, fitting the high population density and industrial concentration in the East

Source: Company data

Figure 6: Revenue breakdown by segment in 2022

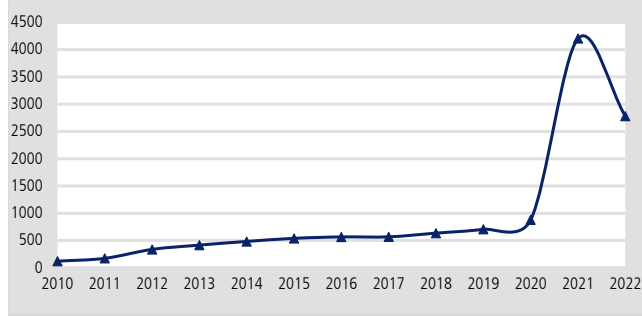
Percent



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 8: Net profit movement

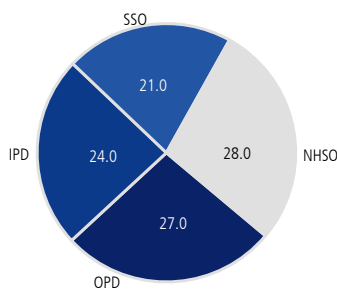
Bt mn



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 10: CHG's revenue breakdown by services in 2022

Percent



Source: Company data, KGI Securities Research

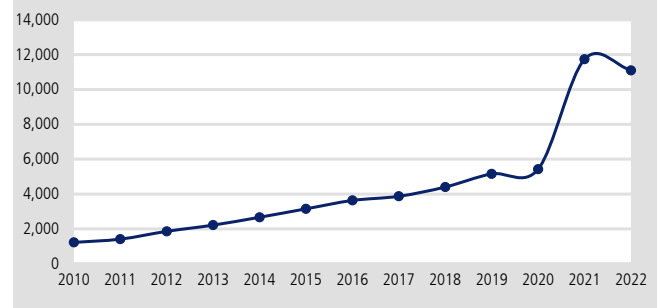
Figure 5: Branch summary

Branch	Type	Established year	OPD rooms	IPD beds
Chularat 1 Suvarnabhumi	Hospital	1986	5	26
Chularat 2	Clinic	1990	2	0
Chularat 3 Inter	Hospital	1991	53	237
Chularat 5	Hospital	1994	5	26
Chularat 7	Clinic	1993	1	0
Chularat 8	Clinic	1993	2	0
Chularat 9 Airport	Hospital	1993	31	139
Chularat 11 Inter	Hospital	1994	21	141
Chularat 12	Clinic	2012	2	0
Chularat Cholvaej	Hospital	2014 (M&A)	5	56
Chularat Rayong	Hospital	2016 (M&A)	7	50
Chularat 304 Inter	Hospital	2018	14	59
RPC	Hospital	2018	20	59
Chularat 304	Clinic	2020	2	0
Total			170	793

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 7: Revenue movement

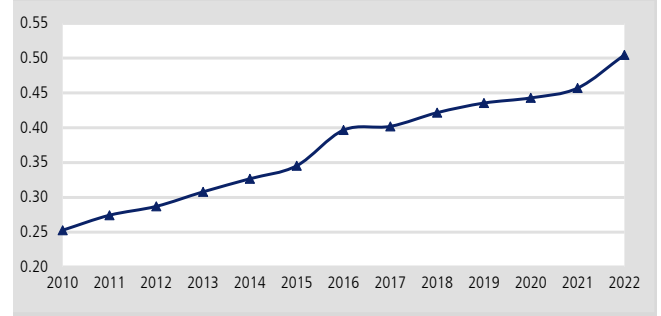
Bt mn



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 9: CHG's Social Security members

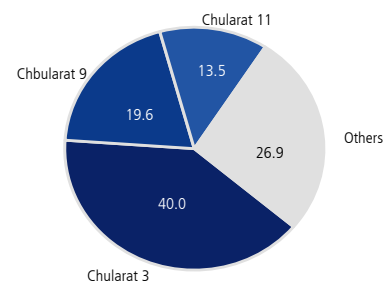
Mn



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 11: CHG's revenue breakdown by branches in 2022

Percent



Source: Company data, KGI Securities Research

Quarterly Income Statement

(Bt mn)	2020		2020		2021		2021		2022		2022		2023	
	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	Jun-23A
Revenue	1,317	1,146	1,460	1,511	1,415	2,071	4,390	3,866	3,571	2,784	2,026	1,721	1,716	1,799
Cost of Goods Sold	(931)	(813)	(940)	(1,000)	(995)	(1,206)	(2,159)	(1,523)	(1,702)	(1,497)	(1,480)	(1,229)	(1,276)	(1,380)
Gross Profit	386	332	520	510	420	865	2,232	2,343	1,869	1,288	546	492	440	418
Operating Expenses	(154)	(141)	(171)	(207)	(160)	(206)	(338)	(117)	(205)	(223)	(253)	(254)	(200)	(222)
Other incomes	4	4	7	13	57	64	67	69	67	68	74	96	73	70
Operating Profit	236	195	356	317	318	723	1,961	2,294	1,732	1,132	367	334	312	266
Depreciation of fixed assets	87	89	89	88	87	86	87	94	93	95	101	(14)	99	104
Operating EBITDA	324	284	445	405	404	809	2,048	2,388	1,824	1,227	468	319	411	370
Non-Operating Income	1	1	0	1	0	1	0	1	1	3	0	2	1	3
Interest Income	1	1	0	1	0	1	0	1	1	3	0	2	1	3
Other Non-op Income	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Non-Operating Expenses	(10)	(10)	(9)	(7)	(6)	(5)	(5)	(5)	(3)	(3)	(4)	(7)	(7)	(7)
Interest Expense	(10)	(10)	(9)	(7)	(6)	(5)	(5)	(5)	(3)	(3)	(4)	(6)	(4)	(5)
Other Non-op Expenses	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Investment Income/(Loss)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(1)	(3)	(2)
Pre-tax Profit	227	187	348	310	312	718	1,956	2,290	1,729	1,133	364	328	305	262
Current taxation	(49)	(42)	(70)	(57)	(63)	(143)	(377)	(426)	(341)	(226)	(97)	(40)	(60)	(56)
Minorities	8	11	4	1	2	1	(15)	(51)	(31)	(29)	(8)	(3)	(5)	(0)
Extraordinary items	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Profit	186	155	282	254	252	576	1,564	1,813	1,356	878	258	285	240	206
EPS (Bt)	0.02	0.01	0.03	0.02	0.02	0.05	0.14	0.16	0.12	0.08	0.02	0.03	0.02	0.02
Margins (%)														
Gross profit margin	29.3	29.0	35.6	33.8	29.7	41.8	50.8	60.6	52.3	46.2	26.9	28.6	25.6	23.2
Operating profit margin	18.0	17.0	24.4	21.0	22.5	34.9	44.7	59.3	48.5	40.7	18.1	19.4	18.2	14.8
Operating EBITDA margin	24.6	24.8	30.5	26.8	28.6	39.0	46.6	61.8	51.1	44.1	23.1	18.5	24.0	20.6
Net profit margin	14.2	13.5	19.3	16.8	17.8	27.8	35.6	46.9	38.0	31.5	12.8	16.6	14.0	11.5
Growth (%)														
Revenue growth	7.2	(2.8)	2.0	13.7	7.4	80.8	200.8	155.9	152.4	34.5	(53.8)	(55.5)	(51.9)	(35.4)
Operating growth	5.4	26.0	5.9	85.5	34.4	270.9	451.0	624.5	445.0	56.6	(81.3)	(85.5)	(82.0)	(76.5)
Operating EBITDA growth	7.2	21.4	6.5	54.6	24.8	184.6	360.4	490.2	351.3	51.8	(77.1)	(86.6)	(77.5)	(69.8)
Net profit growth	4.0	26.1	4.8	88.9	35.0	272.1	455.0	614.5	438.7	52.4	(83.5)	(84.3)	(82.3)	(76.5)

Source: KGI Securities Research

Balance Sheet

As of 31 Dec (Bt mn)	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
Total Assets	6,201	10,550	10,280	12,280	13,908
Current Assets	1,763	5,897	5,058	7,049	8,667
Cash & ST Investments	548	2,790	2,001	3,831	5,231
Inventories	179	295	265	286	309
Accounts Receivable	983	2,437	2,767	2,905	3,100
Others	54	376	26	26	27
Non-current Assets	4,438	4,653	5,222	5,231	5,241
LT Investments	76	76	76	76	76
Net fixed Assets	4,091	4,286	4,674	4,674	4,674
Others	271	291	472	481	491
Total Liabilities	2,008	2,709	2,416	2,510	2,614
Current Liabilities	1,429	2,208	1,802	1,861	1,956
Accounts Payable	570	842	851	893	938
ST Borrowings	724	151	490	514	540
Others	135	1,215	462	454	479
Long-term Liabilities	578	500	614	649	658
Long-term Debts	407	313	334	360	360
Others	171	187	280	289	298
Shareholders' Equity	4,193	7,841	7,864	9,769	11,294
Common Stock	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
Capital Surplus	1,146	1,146	1,146	1,146	1,146
Retained Earnings	1,778	5,323	5,277	7,169	8,679
Non-controlling interests	169	272	341	354	369

Source: KGI Securities Research

Key Ratios

Year to 31 Dec (Bt mn)	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
Forecast Drivers					
Growth (% YoY)					
Sales	5.2	116.1	(14.0)	(22.3)	8.7
OP	24.6	379.7	(32.7)	(63.5)	22.4
EBITDA	19.9	287.6	(32.0)	(58.7)	19.0
NP	24.3	379.5	(33.9)	(63.8)	23.4
EPS	24.3	379.5	(33.9)	(63.8)	23.4
Profitability (%)					
Gross Margin	32.2	49.9	41.5	26.0	28.2
Operating Margin	20.3	45.1	35.3	16.6	18.7
EBITDA Margin	26.8	48.1	38.0	20.2	22.1
Net Profit Margin	16.1	35.8	27.5	12.8	14.5
ROAA	14.1	50.2	26.7	8.9	9.5
ROAE	20.9	53.6	35.3	10.3	11.0
Stability					
Gross Debt/Equity (%)	49.9	35.8	32.1	26.7	23.9
Net Debt/Equity (%)	14.5	(30.7)	(15.7)	(31.4)	(39.6)
Interest Coverage (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Interest & ST Debt Coverage (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Cash Flow Interest Coverage (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Current Ratio (x)	1.2	2.7	2.8	3.8	4.4
Quick Ratio (x)	1.1	2.5	2.7	3.6	4.3
Net Debt (Bt mn)	584	(2,325)	(1,177)	(2,957)	(4,331)
Per Share Data (Bt)					
EPS	0.1	0.4	0.3	0.1	0.1
CFPS	0.1	0.5	0.4	0.2	0.2
BVPS	0.4	0.7	0.7	0.9	1.0
SPS	0.5	1.1	0.9	0.7	0.8
EBITDA/Share	0.1	0.5	0.3	0.1	0.2
DPS	0.1	0.2	0.2	0.0	0.1
Activity					
Asset Turnover (x)	0.9	1.4	1.0	0.7	0.7
Days Receivables	68.5	53.1	94.0	131.9	128.5
Days Inventory	16.8	14.7	17.3	17.3	17.7
Days Payable	58.3	43.8	52.3	54.8	54.6
Cash Cycle	27.1	24.0	59.0	94.4	91.7

Source: KGI Securities Research

Profit & Loss

Year to 31 Dec (Bt mn)	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
Revenue	5,433	11,742	10,103	7,851	8,530
Cost of Goods Sold	(3,685)	(5,882)	(5,908)	(5,811)	(6,125)
Gross Profit	1,748	5,860	4,195	2,040	2,405
Operating Expenses	(673)	(821)	(935)	(1,021)	(1,109)
Other incomes	29	257	305	284	298
Operating Profit	1,104	5,296	3,565	1,303	1,594
Depreciation of fixed assets	354	354	274	284	295
Operating EBITDA	1,457	5,649	3,839	1,587	1,889
Non-Operating Income	3	2	6	6	6
Interest Income	3	2	6	6	6
Other Non-op Income	0	0	0	0	0
Non-Operating Expenses	(36)	(21)	(16)	(15)	(13)
Interest Expense	(36)	(21)	(16)	(15)	(13)
Other Non-op Expenses	0	0	0	0	0
Equity Income/(Loss)	0	0	(1)	0	0
Pretax Income	1,071	5,276	3,554	1,294	1,587
Current taxation	(219)	(1,009)	(703)	(233)	(286)
Minorities	24	(63)	(72)	(56)	(61)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	877	4,204	2,778	1,005	1,241
Norm. Profit	877	4,204	2,778	1,005	1,241
EPS (Bt)	0.1	0.4	0.3	0.1	0.1

Source: KGI Securities Research

Cash Flow

Year to 31 Dec (Bt mn)	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
Operating Cash Flow	1,298	4,005	2,629	2,554	2,276
Net Profit	877	4,204	2,778	1,005	1,241
Depreciation & Amortization	354	351	382	284	295
Change in Working Capital	(61)	(1,306)	426	426	(129)
Others	128	756	(957)	838	870
Investment Cash Flow	(267)	(447)	(958)	(294)	(304)
Net CAPEX	(261)	(449)	(748)	(284)	(295)
Change in LT Investment	0	0	0	0	0
Change in Other Assets	(6)	2	(211)	(9)	(10)
Free Cash Flow	1,031	3,558	1,671	2,260	1,972
Financing Cash Flow	(951)	(1,316)	(2,460)	(430)	(572)
Change in Share Capital	0	0	0	0	0
Net Change in Debt	(401)	(697)	347	59	34
Change in Other LT Liab.	(550)	(620)	(2,807)	(489)	(606)
Net Cash Flow	80	2,242	(789)	1,830	1,400

Source: KGI Securities Research

Rates of Return on Invested Capital

Year	1- $\frac{\text{COGS}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Depreciation}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Operating Exp.}}{\text{Revenue}}$	= Operating Margin
Dec-20A	61.3%	6.5%	12.4%	19.8%
Dec-21A	47.1%	3.0%	7.0%	42.9%
Dec-22A	55.8%	2.7%	9.3%	32.3%
Dec-23F	70.4%	3.6%	13.0%	13.0%
Dec-24F	68.3%	3.5%	13.0%	15.2%
Year	1/ $\frac{\text{Working Capital}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Net PPE}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Other Assets}}{\text{Revenue}}$	= Capital Turnover
Dec-20A	10.9%	0.75	0.05	1.10
Dec-21A	16.1%	0.37	0.02	1.82
Dec-22A	21.6%	0.46	0.05	1.38
Dec-23F	29.3%	0.60	0.06	1.05
Dec-24F	29.0%	0.55	0.06	1.12
Year	Operating Margin	x Capital Turnover	x Cash Tax Rate	= After-tax Return on Inv. Capital
Dec-20A	19.8%	1.1	79.58	17.3
Dec-21A	42.9%	1.8	80.88	63.0
Dec-22A	32.3%	1.4	80.21	35.7
Dec-23F	13.0%	1.1	80.21	11.0
Dec-24F	15.2%	1.1	80.21	13.6

Source: KGI Securities Research

Chularat 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	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	RATCH	RATCH GROUP
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	RBF	R&B FOOD SUPPLY
AMA	AMA MARINE	GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	SAT	SOMBOON ADVANCE TECHNOLOGY
AMATA	AMATA CORPORATION	HANA	HANA MICROELECTRONICS	SCB	SCB X
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	HENG	HENG LEASING AND CAPITAL	SCC	THE SIAM CEMENT
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	SCCC	SIAM CITY CEMENT
AP	AP (THAILAND)	INTOUCH	INTOUCH HOLDINGS	SCGP	SCG PACKAGING
BAFS	BANGKOK AVIATION FUEL SERVICES PCL.	IRPC	IRPC	SEAFCO	SEAFCO
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMENT	IVL	INDORAMA VENTURES	SHR	S HOTELS AND RESORTS
BANPU	BANPU	KBANK	KASIKORNBANK	SICT	SILICON CRAFT TECHNOLOGY
BBL	BANGKOK BANK	KCE	KCE ELECTRONICS	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER
BCP	BANGCHAK CORPORATION	KEK	KERRY EXPRESS (THAILAND)	SNC	SNC FORMER
BCPG	BCPG	KKP	KIATNAKIN PHATRA BANK	SPALI	SUPALAI
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KTB	KRUNG THAI BANK	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	KTC	KRUNGTHAI CARD	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
BGRIM	B. GRIMM POWER	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND)
BPP	BANPU POWER	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	SUN	SUNSWEEET
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	MBK	MBK	SVI	SVI
CENDEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TACC	T.A.C. CONSUMER
CK	CH. KARNCHANG	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	TCAP	THANACHART CAPITAL
CKP	CK POWER	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	THCOM	THAICOM
COM7	COM7	ORI	ORIGIN PROPERTY	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
CPALL	CP ALL	OSP	OSOTSPA	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
CPAXT	CP AXTRA	PLANB	PLAN B MEDIA	TOP	THAI OIL
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	PSH	PRUKSA HOLDING	TTB	TMBTHANACHART BANK
CPN	CENTRAL PATTANA	PTG	PTG ENERGY	TU	THAI UNION GROUP
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	PTT	PTT	VGI	VGI
DOHOM	DOHOME	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION	WHA	WHA CORPORATION
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL	WHAUP	WHA UTILITIES AND POWER
GFPT	GFPT	PYLON	PYLON	ZEN	ZEN CORPORATION GROUP
GGC	GLOBAL GREEN CHEMICALS	QH	QUALITY HOUSES		



Companies with Very Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AEONTS	AEON THANA SINSAP (THAILAND)	JMT	JMT NETWORK SERVICES	SFT	SHRINKFLEX (THAILAND)
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	LH	LAND AND HOUSES	SINGER	SINGER THAILAND
BEC	BEC WORLD	M	MK RESTAURANT GROUP	SMD	SAINTMED
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	MEGA	MEGA LIFESCIENCES	SNNP	SRINANAPORN MARKETING
CBG	CARABAO GROUP	NETBAY	NETBAY	SPA	SIAM WELLNESS GROUP
CHG	CHULARAT HOSPITAL	PJW	PANJAWATTANA PLASTIC	TFG	THAIFOODS GROUP
ERW	THE ERWAN GROUP	SAK	SAKSIAM LEASING	TIDLOR	NGERN TID LOR
ESSO	ESSO (THAILAND)	SAPPE	SAPPE	TNP	THANAPIRIYA
HUMAN	HUMANICA	SAWAD	SRISAWAD CORPORATION	UBE	UBON BIO ETHANOL
IIG	I&I GROUP	SFLEX	STARFLEX	XO	EXOTIC FOOD



Companies with Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AU	AFTER YOU	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TPCH	TPC POWER HOLDING
EKH	EKACHAI MEDICAL CARE	MENA	MENA TRANSPORT		
JMART	JAYMART GROUP HOLDINGS	SISB	SISB		

Companies classified Not in the three highest score groups

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BBGI	BBGI	NTSC	Nutrition SC	TGE	THACHANG GREEN ENERGY
BTG	BETAGRO	PLT	Pilatus Marine		
ITC	i-Tail Corporation	PQS	Premier Quality Starch		

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	SEAFECO	SEAFECO
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 RoadShanghai, 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 Telephone886.2.2181.8888 · Facsimile886.2.8501.1691
Hong Kong	41/F CentralPlaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
Thailand Bangkok	8th - 11th floors, AsiaCentreBuilding 173 South Sathorn Road, Bangkok10120, 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.