

18 October 2024

Sector: Healthcare

Srivichai Vejvivat

มุ่งสู่การเป็นโรงพยาบาลระดับ premium มากขึ้น

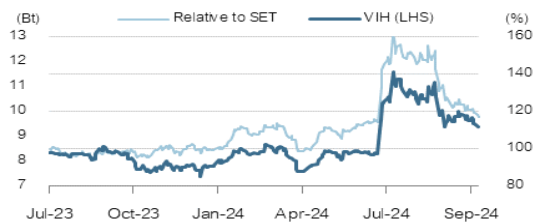
Bloomberg ticker	VIH TB
Recommendation	BUY
Current price	Bt8.90
Target price	Bt11.00
Upside/Downside	+24%
EPS revision	n.a.

Bloomberg target price	n.a.
Bloomberg consensus	n.a.

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt11.90 / Bt7.00
Market cap. (Bt mn)	5,418
Shares outstanding (mn)	609
Avg. daily turnover (Bt mn)	8
Free float	33%
CG rating	Excellent
ESG rating	n.a.

Financial & valuation highlights				
FY: Dec (Bt mn)	22A	23A	24E	25E
Revenue	3,646	2,737	3,060	3,269
EBITDA	1,038	525	603	649
Net profit	697	284	336	352
EPS (Bt)	1.22	0.50	0.55	0.57
Growth	-44.5%	-59.2%	10.9%	3.4%
Core EPS (Bt)	1.22	0.50	0.55	0.57
Growth	-44.5%	-59.2%	10.9%	3.4%
DPS (Bt)	0.50	0.45	0.19	0.22
Div. yield	5.7%	5.1%	2.1%	2.4%
PER (x)	7.3	17.9	16.1	15.6
Core PER (x)	7.3	17.9	16.1	15.6
EV/EBITDA (x)	4.4	9.0	8.4	8.7
PBV (x)	1.7	1.7	1.5	1.5

Bloomberg consensus				
Net profit	208	188	249	366
EPS (Bt)	0.34	0.28	0.37	0.55



Source: Aspen

Price performance				
	1M	3M	6M	12M
Absolute	-1.1%	-14.2%	22.1%	23.0%
Relative to SET	-5.0%	-24.7%	16.9%	22.0%

Major shareholders		Holding
1. BBTV EquityCompany Limited		20.02%
2. Mr. Bavomrat Vanadurongwan, M.D.		15.77%
3. Mrs. Pat Rojmahamngkol		13.77%

Analyst: Jacqueline Nham, (Reg. no. 112603)

เราเริ่มต้นจัดทำบทวิเคราะห์หุ้น VIH ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมาย 11.00 บาท อิง 2024E PER ที่ 20x (-0.75SD below 9-yr average PER) ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ย PER ของหุ้นโรงพยาบาลขนาดใกล้เคียงกัน (ณ. ราคาปัจจุบัน) ที่ 16x โดยหุ้น VIH เป็นโรงพยาบาลมีจำนวนเตียงทั้งสิ้นเกือบ 500 เตียง ที่มีความน่าสนใจดังนี้ 1) ที่ตั้งของกลุ่มโรงพยาบาลในเครืออยู่ใกล้เคียงกัน (กรุงเทพมหานคร ไซนตะวันตักเฉียงใต้-สมุทรสาคร-นครปฐม) เป็นที่ตั้งของโรงงานอุตสาหกรรมจำนวนมาก จึงมีกลุ่มลูกค้าที่ชัดเจน, 2) ทีมผู้บริหารรุ่นใหม่ ผลักดันให้ผลการดำเนินงานโตขึ้นต่อเนื่องจากการเปิดศูนย์เฉพาะทางมากขึ้น และควบคุมค่าใช้จ่าย ทำให้รายได้และกำไรขยายตัว +6%/+15% 2020-23 CAGR) ทำให้ net profit margin ปี 2023 เพิ่มขึ้นเป็น 10.4% จาก 2020 ที่ 8.2%, 3) กำลังสร้างโรงพยาบาลใหม่ ขนาด 200 เตียง อยู่ในทำเลที่มีคู่แข่งไม่สูงและมีภาระแข่งขันไม่สูงมาก ช่วยเพิ่มอัตราการกำไรให้สูงขึ้น เพราะจะเป็นโรงพยาบาลระดับ premium มากขึ้น

เราประมาณการกำไรสุทธิปี 2024E/25E ที่ 335/352 ล้านบาท โต +18%/+5% ตามลำดับ จากจำนวนผู้รับบริการเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะการรักษาโรคเฉพาะทาง เช่น ศูนย์หัวใจ และอุบัติเหตุ (Trauma), ผู้ประกันตนเพิ่มขึ้น และ net profit margin ปี 2024E เพิ่มขึ้นเป็น 11.0% จากปี 2023 ที่ 10.8%

ราคาหุ้น underperform SET -25% ใน 3 เดือน ปัจจุบัน VIH เทอที่ 2024E PER 16.1x ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มโรงพยาบาลขนาดใกล้เคียงกัน เราให้คำแนะนำ “ซื้อ” โดย VIH ควรเทอที่ PER สูงกว่า peers เนื่องจาก VIH มี EPS growth ปี 2024E ที่ +18% สูงกว่าค่าเฉลี่ยที่ +12% ในขณะที่ระยะยาว VIH ยังมีโอกาสที่จะเติบโตได้ดีกว่า จากรายได้และกำไรที่เพิ่มขึ้นจากโรงพยาบาลใหม่ ที่ให้บริการระดับ premium มากขึ้น

KEY HIGHLIGHTS

□ **โรงพยาบาลขนาดกลาง มีกลุ่มลูกค้าที่ชัดเจน** ที่มีจำนวนเตียงทั้งสิ้นเกือบ 500 เตียง จาก 4 โรงพยาบาลขนาดกลาง และ 1 โรงพยาบาลขนาดเล็ก โดยที่ตั้งของโรงพยาบาลทั้งหมด จะอยู่ในพื้นที่ใกล้เคียงกัน (กรุงเทพมหานคร ไซนตะวันตักเฉียงใต้-สมุทรสาคร-นครปฐม) ซึ่งเป็นที่ตั้งของโรงงานอุตสาหกรรมขนาดกลางจำนวนมาก จึงมีกลุ่มผู้ใช้บริการที่ชัดเจนคือผู้ใช้งาน ส่งผลให้มีการบริหารและจัดการด้านบุคลากรทางการแพทย์และควบคุมค่าใช้จ่ายได้อย่างมีประสิทธิภาพ

□ **ทีมผู้บริหารรุ่นใหม่สร้างการเปลี่ยนแปลงที่ดีขึ้น** โดยดูจากการบริหารจัดการที่ดีช่วงโควิด-19 และการเติบโตของกำไรในช่วงปี 2021-23 ที่โต +15% CAGR, การเปิดศูนย์รักษาโรคเฉพาะทางใหม่ เช่น ศูนย์รักษาโรคทางจอประสาทตา, การขยายศักยภาพศูนย์โรคหัวใจ, การเปิดศูนย์รักษาโรคเฉพาะทางมากขึ้น และแผนการลงทุนในโรงพยาบาลใหม่ ที่มุ่งเน้นกลุ่มลูกค้าที่มีกำลังซื้อสูงขึ้น ตั้งอยู่ในทำเลที่มีการแข่งขันไม่สูง จะช่วยเพิ่มศักยภาพในการให้บริการทางการแพทย์และรองรับความต้องการที่เพิ่มขึ้น การเพิ่มขึ้นของโควตาประกันสังคม

□ **ประเมินกำไรสุทธิปี 2024E/25E โต +18%/+5%** จากจำนวนผู้รับบริการเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะการรักษาโรคเฉพาะทาง เช่น ศูนย์หัวใจ และอุบัติเหตุ (Trauma) การเพิ่มขึ้นของผู้ประกันตน และการปรับอัตราค่าบริการเหมาะสมจ่ายหัวของสำนักงานประกันสังคมจาก 1,640 บาท เป็น 1,808 บาท ตั้งแต่ 1 พฤษภาคม 2023 Net profit margin ปี 2024E คาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 11.0% จากปี 2023 ที่ 10.8% จากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่ลดลง (EPS 2024E/25E โต +11%/+3% ไตน้อยยกกว่ากำไรสุทธิ เนื่องจากผลกระทบการเพิ่มทุนและออก warrants)

Valuation/Catalyst/Risk

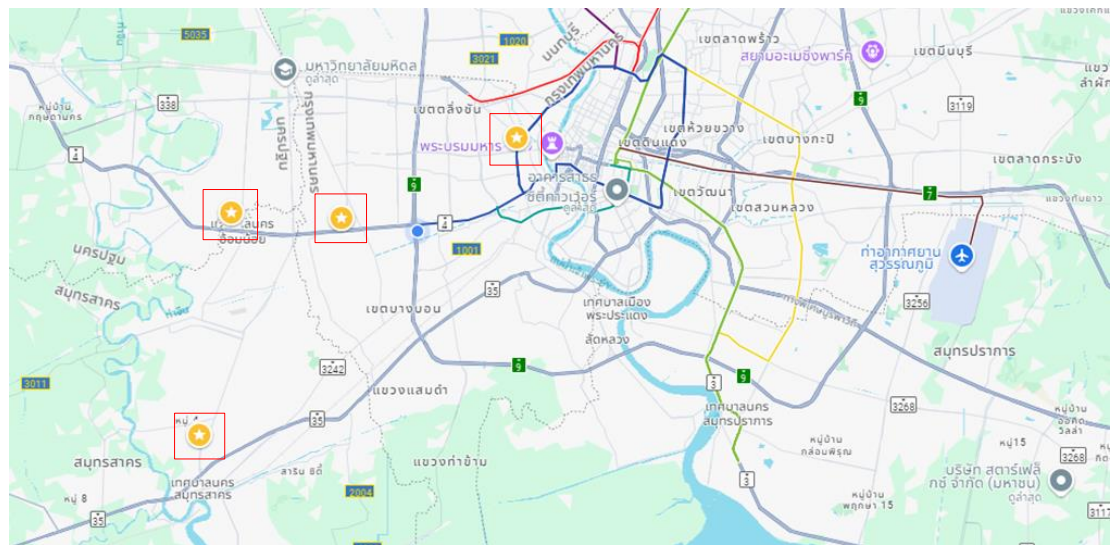
เราให้คำแนะนำ “ซื้อ” และราคาเป้าหมาย 11.00 บาท อิง 2024E PER ที่ 20x (-0.75SD below 9-yr average PER) ปัจจุบัน VIH เทอที่ 2023E PER ที่ 19.3x เท่ากับค่าเฉลี่ย PER ของ 7 โรงพยาบาล ที่มีขนาดใกล้เคียงกัน ที่ 19.3x อย่างไรก็ตาม ราคาเหมาะสมของ VIH จะอิงกับ 2024E PER ที่ 20x ซึ่งสูงกว่า ค่าเฉลี่ย PER ของหุ้น 3 โรงพยาบาลในกลุ่ม ที่ 16x (มีเพียง 3 บริษัทจาก 7 บริษัท ที่มีประมาณการกำไรปี 2024E) โดยเรามองว่า VIH ควรเทอที่ PER สูงกว่า เนื่องจาก VIH มี EPS growth ปี 2024E ที่ 18% สูงกว่าค่าเฉลี่ยที่ 12% ในขณะที่ ระยะยาว VIH ยังมีโอกาสที่จะเติบโตได้ดีกว่า จากรายได้และกำไรที่เพิ่มขึ้นจากโรงพยาบาลใหม่ ที่ให้บริการระดับ premium มากขึ้น

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

KEY INVESTMENT HIGHLIGHTS

□ **โรงพยาบาลขนาดกลาง อยู่ในพื้นที่ใกล้เคียงกัน มีกลุ่มลูกค้าที่ชัดเจน** มีจำนวนเตียงรวมกันทั้งสิ้นประมาณ 500 เตียง จากทั้งสิ้น 4 โรงพยาบาลในเครือ โดยที่ตั้งของโรงพยาบาลอยู่ในพื้นที่ใกล้เคียงกัน (กรุงเทพมหานคร ไซนตะวันตกเฉียงใต้-สมุทรสาคร-นครปฐม) เป็นที่ตั้งของโรงงานอุตสาหกรรมจำนวนมาก จึงมีกลุ่มผู้ใช้บริการที่ชัดเจนคือผู้ใช้แรงงาน และทำให้มีการบริหารและจัดการด้านบุคลากรทางการแพทย์และค่าใช้จ่ายได้อย่างมีประสิทธิภาพระหว่างโรงพยาบาลในกลุ่ม โดยแต่ละโรงพยาบาลจะมีจุดเด่นที่แตกต่างกัน เช่น อ้อมน้อย รายได้หลักมาจากการรักษาผู้ป่วยอุบัติเหตุ (accident center trauma), กระดูก, ระบบประสาท (สมอง), มะเร็งตับ, สาขาหนองแขม จะเน้นศุนย์หัวใจ, สาขาสมุทรสาคร อยู่ใกล้ที่ตั้งโรงงานจำนวนมาก เน้นตรวจสุขภาพ, และ สาขาแยกไฟฉาย มีพื้นที่จำกัด เน้นศุนย์เฉพาะทาง เช่น ผู้มีบุตรยาก และ ตา

Fig 1: VIH's 4 hospitals are located in the nearby area



Source: Company, Google map

จุดเด่นของแต่ละโรงพยาบาลในกลุ่ม

□ **สาขาอ้อมน้อย เป็นโรงพยาบาลหลัก มีพื้นที่ขนาดใหญ่ที่สุดในกลุ่ม มีจำนวนเตียงทั้งหมด 200 เตียง เน้นกลุ่มคนไข้ทั่วไป และ ประกันสังคม (1 ใน 2 โรงพยาบาลที่รับลูกค้าประกันสังคม) อยู่ในพื้นที่รอยต่อ 3 จังหวัด (กรุงเทพมหานคร-สมุทรสาคร- นครปฐม) ใกล้พื้นที่โรงงานอุตสาหกรรมขนาดกลางจำนวนมาก และมีการจราจรจากถนนหลายสาย ทำให้มีอุบัติเหตุบ่อย ดังนั้นจึงเป็นศุนย์อุบัติเหตุที่มี certificate มากมายเป็นการรับรอง รวมถึงมีระบบ Eclaim คือการส่งข้อมูลทางระบบ electronics การเจริญเติบโตของโรงพยาบาลอ้อมน้อย มีการเพิ่มอาคารมากขึ้นในหลายปีที่ผ่านมา 1-5 อาคาร พัฒนาพื้นที่ให้รับลูกค้าประกันสังคมได้มากขึ้น (คนไข้ประกันสังคมยังน้อยกว่าสาขาสมุทรสาคร) ผู้บริหารตั้งเป้าของ net profit margin ให้ได้ระดับ 15%-17%**

□ **สาขาหนองแขม มีเตียงรองรับทั้งหมด 120 เตียง อยู่ในพื้นที่ๆมีคนอาศัยอยู่เป็นจำนวนมาก เป็นสาขาที่มีรายได้เติบโตมากที่สุด โดยเป็นสาขาที่ไม่รับคนไข้ประกันสังคม เน้นรักษาคนไข้ทั่วไป โดยมีจุดเด่นด้านศุนย์รักษาโรคหัวใจ ที่ครบวงจร ที่ไม่มีความจำเป็นต้องส่งต่อไปที่โรงพยาบาลอื่น (รักษาได้ดีทั้ง balloon และการผ่าตัดหัวใจแบบ open heart รวมถึงในกรณีเส้นเลือดตีบอย่างรุนแรง ที่ไม่สามารถทำ balloon ได้ โดยทางโรงพยาบาลมีเทคนิคในการใช้หัวใจหรือเพชรเพื่อขยายส่วนหลอดเลือดที่ตีบมากๆ เพื่อช่วยและป้องกันให้หลีกเลี่ยงการผ่าตัด) และปัจจุบันทางโรงพยาบาลกำลังพัฒนาการผ่าตัดแบบ minimal invasive cardiac surgery ผ่าตัดผ่านกล้องนำตัวกรรรมใหม่ในการผ่าตัดเล็ก เช่นซ่อมแซมลิ้นหัวใจเป็นแผลเล็กๆ**

โรงพยาบาลวิชัยเวช หนองแขม มี net profit margin ประมาณ 14% เน้นเติบโตเชิงลึก เพราะจำนวนเตียงน้อย และไม่สามารถขยายได้มากกว่านี้แล้ว ดังนั้นโรงพยาบาลจึงเน้นคลินิกรักษาเฉพาะทางและโรคซับซ้อน เช่น ศัลยกรรมเฉพาะด้านและผ่านตัดที่ซับซ้อนขึ้น ซึ่งจะมี billing และ margin สูงกว่ารักษาโรคทั่วไป กรณีที่มีผู้รักษามากขึ้น ผู้บริหารมีแผนที่จะ transfer ฐานลูกค้าบางส่วนจากวิชัยเวชหนองแขมไปที่โรงพยาบาลแห่งใหม่แทน ทำให้ไม่สูญเสียลูกค้าในอนาคต

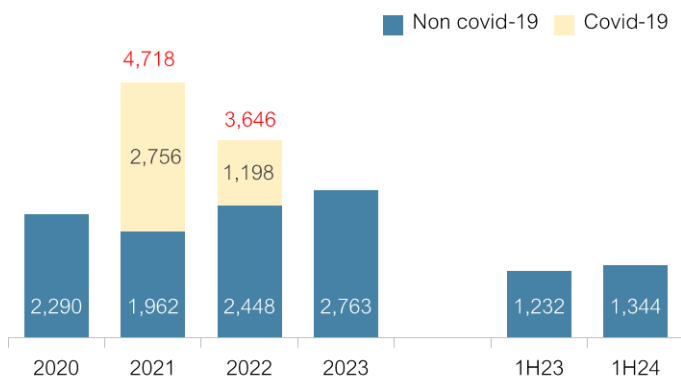
□ สาขาสมุทรสาคร เป็นโรงพยาบาลแห่งแรกในอำเภอมหาชัย เปิดทั้งหมด 120 เตียง เน้นกลุ่มคนไข้ทั่วไป และประกันสังคม และตรวจสุขภาพตามโรงงาน ซึ่งคนไข้ส่วนใหญ่เป็นแรงงานต่างด้าว เป็นสาขาที่มีกลุ่มประกันสังคมเติบโตดี โดยผู้ประกันตนเพิ่มขึ้นมากจากปี 2020 ที่ 50,000 กว่าคน เป็นปัจจุบันที่ 90,000 คน (โควตาอยู่ที่ 117,000) จุดเด่นอีกอย่างคือ การตรวจรักษาโรคเคลื่อนที่ซึ่งปัจจุบันมีจำนวนเพิ่มมากขึ้น การเติบโตของคนไข้ทั่วไปโดดเด่น อย่างไรก็ตามส่วนของคนไข้ประกันสังคมมีความท้าทายสูง เนื่องจากค่าใช้จ่ายที่สูง ใน 1Q24 มีการสร้างอาคารใหม่ทำให้คนไข้ทั่วไปสูงขึ้นมาก ทำให้ margin เพิ่มขึ้นพอสมควร เกือบ 10% และคาดว่าปีนี้ก็สามารถเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 10% ได้

□ สาขาแยกไฟฉาย มีขนาดเล็กที่สุด ปัจจุบันมีเตียงรองรับทั้งหมด 60 เตียง แต่มีบริการที่หลากหลาย เช่น แผนกกระดูกและข้อที่ทางโรงพยาบาลถนัด, iSKY เป็นคลินิกเกี่ยวกับการเสริมความงาม และ ศูนย์ผู้มีบุตรยาก ชื่อว่า "อัครบุตร" โรงพยาบาลมี Laboratory กลาง ที่นำเชื้ออสุจิ และทำ ICSI (Intracytoplasmic sperm injection) ซึ่งมีอัตราความสำเร็จสูงอยู่ที่ 73% และยังมีโครงการใหม่เป็นโครงการ (เฉพาะทาง) คือ ศูนย์รักษาโรคจอประสาทตา ซึ่งคาดว่าจะเปิดได้ใน 3Q24 เป็นการรักษาโรคจอประสาทตามีแนวโน้มดีขึ้น รวมถึงมีการรักษาโรคเกี่ยวกับเลนส์ต้อกระจก แต่มุ่งเน้นที่จอประสาทตาเป็นหลัก

FINANCIAL HIGHLIGHTS

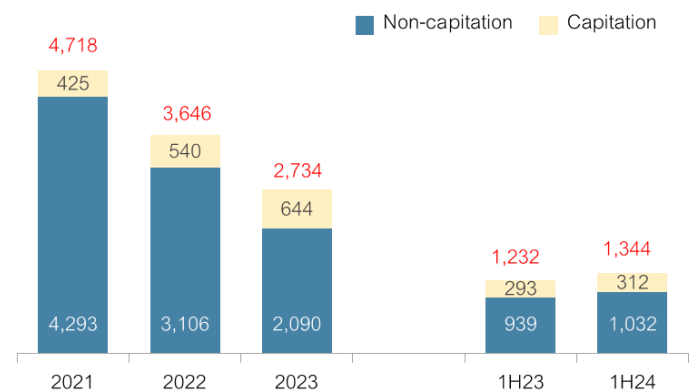
□ ลูกค้าหลักของกลุ่มโรงพยาบาลวิชัยเวชฯ ประกอบด้วย 2 กลุ่ม คือ 1) ลูกค้าทั่วไป (Non-Capitation) ได้แก่ ลูกค้าบุคคลทั่วไป ลูกค้าประกันชีวิต ลูกค้าประเภทคู่สัญญา ลูกค้าผู้ประสบภัยจากกรรณ ลูกค้าโครงการกองทุนเงินทดแทน และ 2) ลูกค้าโครงการภาครัฐ (Capitation) ได้แก่ ลูกค้าโครงการกองทุนประกันสังคม นอกจากนี้บริษัท ได้ขยายกลุ่มลูกค้าตรวจสุขภาพในสถานประกอบการ กลุ่มลูกค้าข้าราชการและครอบครัวข้าราชการ ตามโครงการเบิกจ่ายตรงค่ารักษาพยาบาลประเภทผู้ป่วยตามเกณฑ์กลุ่มวินิจฉัยโรครวม (DRGs) และ กลุ่มลูกค้าต่างประเทศที่ต้องการเดินทางมารักษาในประเทศไทย รวมถึงที่พำนักอยู่ในประเทศไทย และที่เดินทางเข้ามาท่องเที่ยวหรือทำงานในประเทศไทย โดยที่ผ่านมามีสัดส่วนรายได้ Non-Capitation ต่อรายได้ Capitation เท่ากับ ปี 2021 (91% : 9%), 2022 (85% : 15%) และ 2023 (76% : 24%) โดยทางโรงพยาบาลตั้งเป้าที่จะลดสัดส่วนประกันสังคมลงเป็น 20% และเพิ่มผู้ป่วยทั่วไปเป็น 80%

Fig 2: Revenue (Bt mn), 2020-23 CAGR +6%, 1H24 +9%



Source: Company

Fig 3: Revenues, Capitation & non-Capitation (Bt mn)

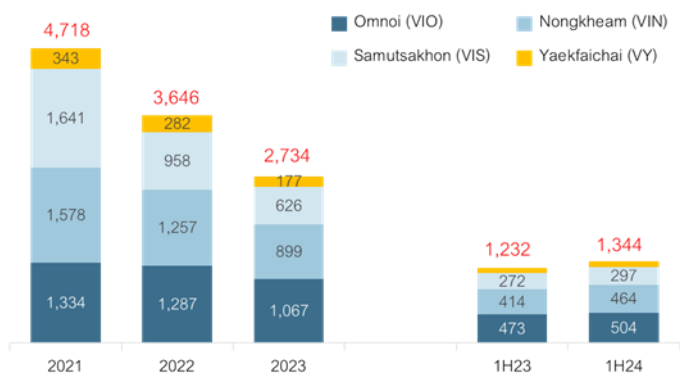


Source: Company

□ รายได้รวมจากการรักษาพยาบาลปรับตัวขึ้นมากในปี 2021 อยู่ที่ 4.73 พันล้านบาท (+107% YoY) หลักๆมาจากรายได้ที่เกี่ยวกับการรักษาผู้ป่วยโควิด (Covid-19) อยู่ที่ 2.75 พันล้านบาท หากไม่รวมรายได้จากโควิด รายได้รวมจากการรักษาพยาบาลที่ไม่รวมรายได้จากผู้ป่วยโควิดอยู่ที่ 1.97 พันล้านบาท (-14% YoY) เนื่องจากผู้ป่วยมาโรงพยาบาลลดลงจากการกักตุนเชื้อโควิด ในขณะที่ปี 2022 รายได้รวมอยู่ที่ 3.65 พันล้านบาท (-23% YoY) ปรับลงจากรายได้ผู้ป่วยโควิดลดลง -57% YoY อย่างไรก็ตามรายได้รวมจากการรักษาพยาบาลที่ไม่รวมผู้ป่วยโควิดอยู่ที่ 2.46 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น +25% YoY และปี 2023 รายได้รวมจากการรักษาพยาบาลยังคงเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง อยู่ที่ 2.73 พันล้านบาท (+11% YoY) สำหรับงวดครึ่งปี 2024 (1H24) บริษัทมีรายได้รวมที่ 1.34 พันล้านบาท (+9% YoY) เติบโต YoY จากทั้งผู้ป่วยในและผู้ป่วยนอก โดยเฉพาะผู้ป่วยโรคหัวใจ รวมถึงคนไข้กลุ่มเงินสดที่มีสัดส่วนเพิ่มขึ้น

โดยโรงพยาบาลที่มีสัดส่วนรายได้ปี 2023 สูงสุดคือสาขาอ้อมน้อย (39% ของรายได้รวม) รองลงมาคือ สาขาหนองแขม (32% ของรายได้รวม) สมุทรสาคร (23% ของรายได้รวม) และแยกไฟฉาย (6% ของรายได้รวม) ตามลำดับ

Fig 4: Revenue breakdown by hospitals (Bt mn)



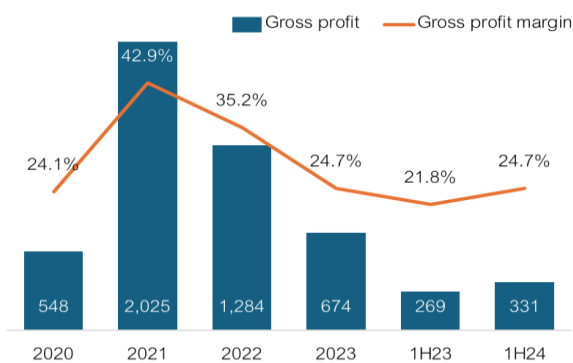
Source: Company

Fig 5: # of beds and room rates

	IPD		
	Registered Bed	Operated Bed	Room rate (Baht/night)
Omnoi (VIO)	196	188	400-4,500
Nongkheam (VIN)	118	89	2,000-5,000
Samutsakhon (VIS)	120	103	600-5,600
Yaekfaichai (VY)	49	49	600-2,600
Total (VIO, VIN, VIS)	483	429	

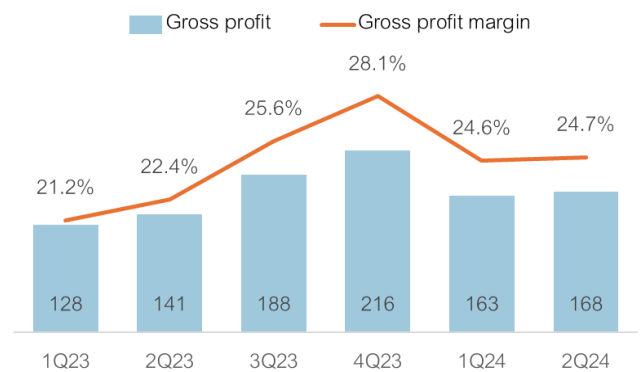
Source: Company

Fig 6: Gross profit & margin, 2020-2023, 1H23 vs 1H24



Source: Company

Fig 7: Gross profit & margin, 1Q23-2Q24

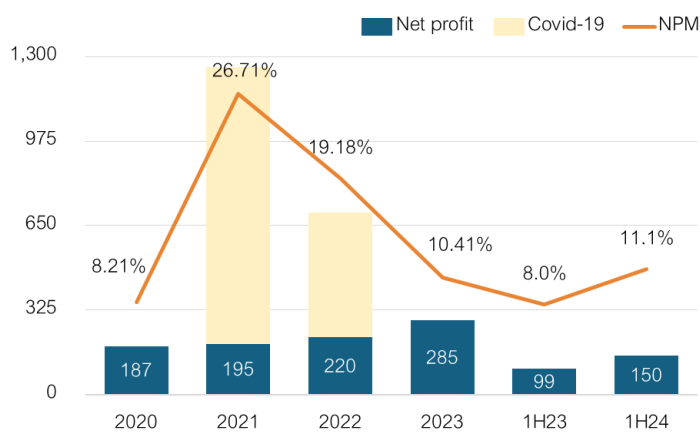


Source: Company

ในช่วงปี 2021 และ 2022 ทางโรงพยาบาลมีรายได้เพิ่มขึ้นมาก จากการตรวจรักษาผู้ป่วยโควิด (58% ของรายได้รวม ในปี 2021 และ 33% ในปี 2022) โดย gross profit margin ของคนไข้ทั่วไปจะอยู่ที่ประมาณ 10% และคนไข้โควิดอยู่ที่ประมาณ 30% ส่งผลให้ gross profit margin ปี 2021 และ 2022 อยู่ในระดับสูงถึง 27% และ 19% ตามลำดับ ก่อนปรับลงสู่ระดับปกติ ในปี 2023 ที่ 24.7% (ใกล้เคียงกับปี 2020 ที่ 24.1%) สำหรับ 1H24 gross profit margin อยู่ที่ 24.7% เทียบกับ 1H23 ที่ 21.8%

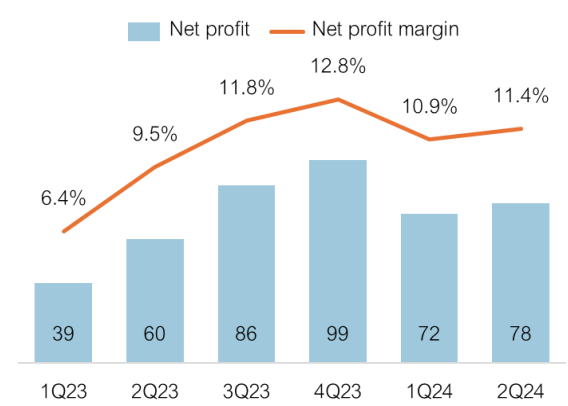
□ กำไรสุทธิ (ไม่รวมกำไรจากการรักษาผู้ป่วยโควิด) มีการปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องจาก 187 ล้านบาท ในปี 2020 เป็น 220 ล้านบาท ในปี 2022 (+8% CAGR) ยังคงเติบโตได้แม้อยู่ในช่วงโควิด อย่างไรก็ตาม กำไรสุทธิปี 2023 กลับมาเติบโตดีขึ้น เป็น 285 ล้านบาท (+14% YoY) โดยช่วง 1H23 ยังคงได้รับผลกระทบจากสถานการณ์โควิด ส่งผลให้ net profit margin ช่วง 1Q23 อยู่ในระดับต่ำที่ 6.4% ก่อนที่จะปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องเป็น 2Q23 = 9.5%, 3Q23 = 11.8%, และ 4Q23 = 12.8% สูงกว่า net profit margin เฉลี่ยปี 2020 ที่ 8.2% (ต่ำกว่าเป้าหมายที่ 10% เนื่องจากโรงพยาบาลค่าใช้จ่ายสูง ทั้งในด้านตลาดต่างประเทศและคนไข้ต่างด้าว สาขาสมุทรสาคร)

Fig 8: Net profit & margin, 2020-2023, 1H23 vs 1H24



Source: Company

Fig 9: Net profit & margin, 1Q23-2Q24



Source: Company

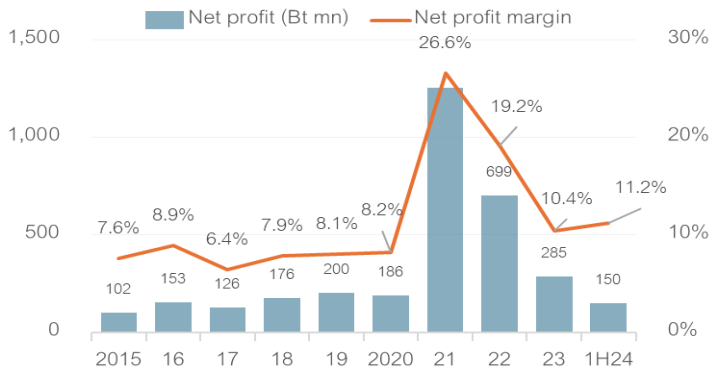
□ ประเมินการณ์กำไรสุทธิปี 2024E/2025E โต 18.5%/5% YoY

เราประมาณการณ์กำไรสุทธิปี 2024E ที่ 336 ล้านบาท เพิ่มขึ้น +18.5% YoY (กำไรสุทธิ 1H24 ทำได้ดีที่ 150 ล้านบาท เทียบกับ 1H23 ที่ 99 ล้านบาท หรือเพิ่มขึ้น +52% YoY) จากรายได้ที่เพิ่มขึ้น +11.8% เป็น 3,060 ล้านบาท จากจำนวนผู้รับบริการเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะการรักษาโรคเฉพาะทาง เช่น ศูนย์หัวใจ และอุบัติเหตุ (Trauma) ในขณะที่ค่ารายได้โครงการประกันสังคมเพิ่มขึ้น +3% จากการเพิ่มขึ้นของผู้ประกันตน และการปรับอัตราค่าบริการเหมาจ่ายรายหัวของสำนักงานประกันสังคมจาก 1,640 บาท เป็น 1,808 บาทต่อผู้ประกันตน ตั้งแต่ 1 พฤษภาคม 2023 และจำนวน case การให้บริการผู้ป่วยกลุ่มที่มีค่าใช้จ่ายสูง (AdjRW>2) เพิ่มขึ้น

Net profit margin ปี 2024E คาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 11.0% จากปี 2023 ที่ 10.8% (1H24 อยู่ที่ 11.1% เทียบกับ 1H23 ที่ 8.0%) ดีขึ้นจากการที่โรงพยาบาลมีการบริหารจัดการต้นทุนและค่าใช้จ่ายอย่างมีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะอย่างยิ่งค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่ลดลง และค่าเสื่อมราคาที่ย่อยลดลงหลังผ่านพ้นช่วงของการลงทุน

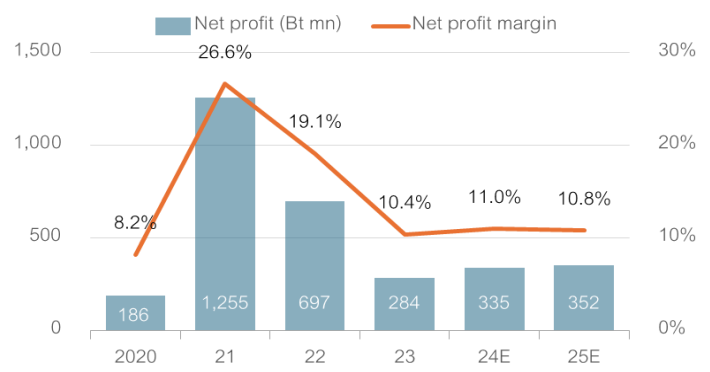
สำหรับกำไรในช่วง 2H24 จะดีขึ้น จากปัจจัยดังนี้ 1) 3Q เป็น high season โรงพยาบาลมีรายได้จากโรคทางเดินหายใจเพิ่มขึ้นมาก เนื่องจากเป็นช่วงฤดูฝน, 2) มีเปิดศูนย์เฉพาะทางเพิ่ม คือ ศูนย์ตา (สาขาแยกไฟฉาย) และศูนย์หัวใจ (สาขาหนองแขม) และ 3) ช่วง 4Q24 จะมีรายได้จากการตรวจสุขภาพเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม สำหรับกำไรปี 2025E คาดว่าจะ 353 ล้านบาท เพิ่มขึ้น +5% YoY จากรายได้ที่เพิ่มขึ้น +7% เป็น 3,269 ล้านบาท แต่ net profit margin ลดลงเล็กน้อย เป็น 10.8% จากค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยเงินกู้ยืมที่เพิ่มขึ้น ตามเงินกู้ยืมที่เพิ่มขึ้น เพื่อลงทุนในโรงพยาบาลใหม่

Fig 10: Net profit & margin 2015-2023, 1H2024



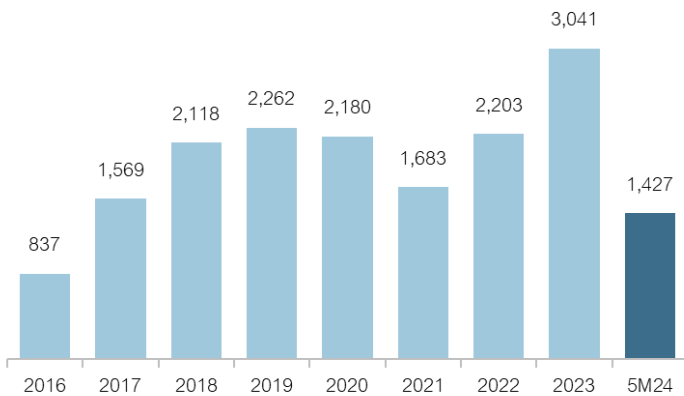
Source: Company

Fig 11: Net profit & margin 2020-25E



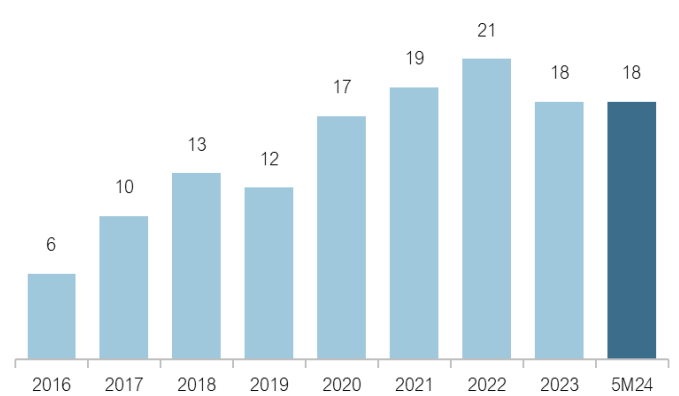
Source: Company, DAOL SEC

Fig 12: Cath Lab's # of patients visit, cases



Source: Company

Fig 13: ROTA's # of patients visit, cases



Source: Company

□ ลงทุนสร้างโรงพยาบาลแห่งใหม่ มุ่งเน้นการให้บริการที่มีคุณภาพระดับพรีเมียม VIH มีแผนที่จะลงทุนสร้างโรงพยาบาลแห่งใหม่ ขนาดพื้นที่ประมาณ 19 ไร่ มีพื้นที่ 36,000 ตารางเมตร รองรับได้ 200 เตียง สถานที่ตั้งจะอยู่บริเวณกรุงเทพมหานคร ช่วงถนนบรมราชชนนี ใกล้มหาวิทยาลัยมหิดล มุ่งเน้นการให้บริการที่มีคุณภาพระดับพรีเมียม เพื่อรองรับความต้องการของกลุ่มลูกค้าระดับกลาง-บน ซึ่งอยู่ไม่ไกลจากมหาวิทยาลัยและศูนย์การค้าเช่น Central Salaya, Central Westgate รวมถึง Central Pinklao และใกล้ศูนย์การแพทย์กาญจนาภิเษกที่ทางโรงพยาบาลสามารถนำมอหรือพยาบาลที่มีประสิทธิภาพมาทำงานที่โรงพยาบาลในอนาคตได้

กลุ่มเป้าหมายส่วนมากจะเป็น 1) แม่และเด็ก, 2) NCDs (Non-communicable disease) และ 3) โรคไม่ติดต่อ และ โรคเกี่ยวกับกระดูกและข้อ โดยโรงพยาบาลมีแผนที่จะยกระดับโรคที่รักษายากและซับซ้อนให้มากขึ้น เช่น โรคเกี่ยวกับหัวใจและหลอดเลือดสมอง และโรคกระดูกและข้อ (การเปลี่ยนข้อกระดูกสันหลังรวมถึงตามข้อต่างๆ) ที่ VIH เชี่ยวชาญด้านการรักษาอยู่แล้ว รวมทั้งโรคมะเร็ง โดยการนำเทคโนโลยีใหม่ๆ High technology

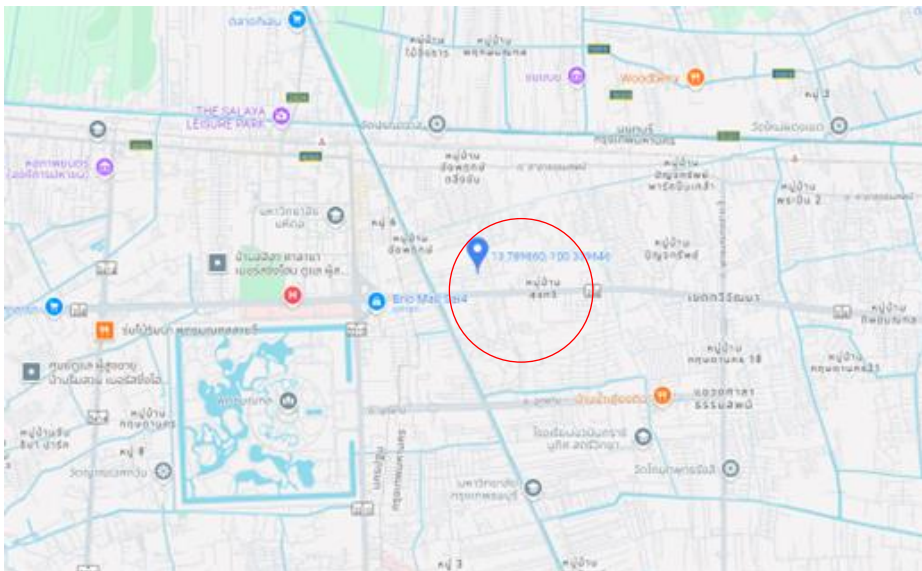
โรงพยาบาลใหม่ประกอบด้วย 1) ผู้ป่วยในมีห้องทั่วไป 44 ห้อง, ICU 10 ห้อง, CCU (ผู้ป่วยหัวใจวิกฤติ) 10 ห้อง และห้องผ่าตัดอีก 10 ห้อง และ 2) ผู้ป่วยนอกมี 18 ห้องตรวจ โดยเริ่มก่อสร้างในปี 2025 และมีแผนเปิดเฟสแรกในเดือนตุลาคม 2026 (ประมาณ 60 เตียง) ศูนย์ที่จะเปิดในเฟสแรกคือ ศูนย์รักษาโรคทั่วไป และศูนย์เฉพาะทาง เช่น หัวใจ, กระดูก, หู คอ จมูก,

แม่และเด็ก และ ศัลยกรรมบางอย่างที่เฉพาะทาง และจะเปิดให้บริการ full capacity ครบ 200 เตียง ในเดือนกรกฎาคม 2028

เงินลงทุนประมาณ 2,400 ล้านบาท โดยมีแหล่งที่มา คือ 1) เงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน 1,500 ล้านบาท, 2) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน 600 ล้านบาท และ 3) เพิ่มทุน 300 ล้านบาท (Right offering จำนวน 38 ล้านหุ้น ที่ราคา 8 บาท ในเดือนมิถุนายน 2024)

โดยจากการศึกษาของที่ปรึกษาทางการเงิน แบบ Base Case โรงพยาบาลใหม่เมื่อเปิดให้บริการเต็มประสิทธิภาพ คาดว่า จะมีรายได้ที่ประมาณ 2.0-2.5 พันล้านบาทต่อปี, มีกระแสเงินสดปี 2035 ประมาณ 600 ล้านบาท และมีระยะเวลาคืนทุน 8 ปี ภายใต้สมมติฐาน คือ 1) ค่ารักษาพยาบาลจะต่ำกว่าโรงพยาบาลชั้นนำเช่น โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ (BH) แต่จะใกล้เคียงกับโรงพยาบาลกรุงเทพ (BDMS), 2) gross profit margin ที่ประมาณ 40%-50% และ net profit margin ที่ 17%-19% (สูงกว่ากลุ่มโรงพยาบาลวิชัยเวชปัจจุบันที่มี gross profit margin ที่ 25%-26% และ net profit margin ที่ 11%-12%) และ 4) ประเมินค่าค่าเสื่อมประมาณ 40-50 ล้านบาทต่อปี (ตัดค่าเสื่อมอาคารที่ 40-50 ปี, เครื่องมือแพทย์ 10 ปี)

Fig 14: VIH's location of new hospital



Source: Company, Google map

Fig 15: Places nearby new hospital



Source: Company

VALUATIONS

เราให้คำแนะนำ “ซื้อ” และราคาเป้าหมาย 11.00 บาท ถึง 2024E PER ที่ 20x (-0.75SD below 9-yr average PER) ปัจจุบัน VIH เทรดที่ 2023E PER ที่ 19.3x เท่ากับค่าเฉลี่ย PER ของ 7 โรงพยาบาล ที่มีขนาดใกล้เคียงกัน ที่ 19.3x (market cap. ไม่เกิน 1 หมื่นล้านบาท) อย่างไรก็ตาม ราคาเหมาะสมของ VIH จะอิงกับ 2024E PER ที่ 20x ซึ่งสูงกว่า ค่าเฉลี่ย PER ปี 2024E ของหุ้น 3 บริษัทในกลุ่ม ที่ 16x (มีเพียง 3 บริษัทจาก 7 บริษัท ที่มีประมาณการกำไรปี 2024E) โดยเรามองว่า VIH ควรเทรดที่ PER สูงกว่า เนื่องจาก VIH มี EPS growth ปี 2024E ที่ 18% สูงกว่าค่าเฉลี่ยที่ 12% ในขณะที่ ระยะยาว VIH ยังมีโอกาสที่จะเติบโตได้ดีกว่า จากรายได้และกำไรที่เพิ่มขึ้นจากโรงพยาบาลใหม่ ที่คาดว่าจะเริ่ม เปิดดำเนินการเฟสแรกในปลายปี 2026E และเปิดให้บริการ full capacity ครบ 200 เตียง ในเดือนกรกฎาคม 2028 โดยเรามีมุมมองบวก หากเป็นไปตามสมมติฐาน คาดว่าโรงพยาบาลใหม่จะช่วยหนุนผลประกอบการของ VIH ให้โตกว่าปัจจุบันเกือบเท่าตัว

Fig 16: Peers comparison (small-to-mid size hospital)

Stock	Price (Bt)	Mkt. cap (Bt mn)	Net profit (Bt mn)			% YoY		EPS (Bt)			PER (x)		PBV (x)	Div Yield	ROE (x)
			2023	1H24	24E	2023	24E	2023	1H24	24E	2023	24E			
EKH	6.70	5,208	297	118	296	-46%	0%	0.38	0.15	0.38	17.5	17.6	2.5	4.1%	14.1%
NTV	31.25	5,000	388	162	n.a.	29%	n.a.	2.43	1.01	n.a.	12.9	n.a.	1.9	4.6%	14.7%
PHG	16.10	4,830	260	103	327	-11%	26%	0.87	0.34	1.09	18.6	14.8	2.5	3.2%	13.2%
RJH	23.00	6,900	420	234	450	-59%	7%	1.40	0.78	1.50	16.4	15.3	3.4	5.2%	20.5%
CMR	1.90	7,735	218	119	n.a.	-55%	n.a.	0.05	0.03	n.a.	35.5	n.a.	1.8	2.9%	5.0%
RPH	5.80	3,167	184	74	n.a.	-36%	n.a.	0.34	0.13	n.a.	17.1	n.a.	1.8	5.2%	10.7%
M-CHAI	31.25	5,000	289	37	n.a.	-25%	n.a.	1.81	0.23	n.a.	17.3	n.a.	2.2	2.3%	13.0%
Peers' average											19.3	15.9	2.3	3.9%	13.0%
VIH	9.05	5,509	284	150	335	-59%	18%	0.47	0.25	0.55	19.4	16.4	1.8	2.1%	0.09

Source: Bloomberg, DAOL SEC

Fig 17: VIH's 5-year historical PER, 2019-2023



Source: Bloomberg, DAOL SEC

Fig 18: VIH's 9-year historical PER, 2015-2023



Source: Bloomberg, DAOL SEC

COMPANY PROFILE

กลุ่มโรงพยาบาลวิชัยเวชฯ ประกอบธุรกิจโรงพยาบาลทั่วไป (General Hospital) ระดับทุติยภูมิ (Secondary) โดยก่อตั้งขึ้นในปี 1987 โดย รศ.นพ. วิชัย วนดุรงค์สุวรรณ ร่วมกับ ผศ.พญ.สายสุณี วนดุรงค์สุวรรณ โดยจัดตั้ง “บริษัท สายวิชัยพัฒนา จำกัด” เพื่อให้บริการรักษาพยาบาลภายใต้ชื่อ “โรงพยาบาลศรีวิชัย หนองแขม”

ปี 1993: จัดตั้ง “บริษัท ศรีวิชัยเวชวิวัฒน์ จำกัด” เพื่อดำเนินธุรกิจภายใต้ชื่อ “โรงพยาบาลศรีวิชัย อ้อมน้อย”

ปี 1994: จัดตั้ง “บริษัท ศรีสาครเวชวิวัฒน์ จำกัด” ดำเนินธุรกิจ “โรงพยาบาล ศรีวิชัย สมุทรสาคร” และแปลงสภาพเป็นบริษัทมหาชน ภายใต้ชื่อ “บริษัท ศรีวิชัยเวชวิวัฒน์ จำกัด (มหาชน)”

ปี 2011: ลงทุนในบริษัทย่อย “บริษัท โรงเรียนศรีวิชัยอาชีวศึกษา” จำกัด เพื่อใช้ฝึกอบรมพนักงานผู้ช่วยพยาบาล ทำให้กลุ่มโรงพยาบาลมีบุคลากรทางการแพทย์ที่มีคุณสมบัติที่ต้องการอย่างต่อเนื่อง

ปี 2016: เข้าซื้อหุ้น “บริษัท สามแยกไฟฉาย โพลีคลินิก จำกัด” เพื่อให้บริการรักษาพยาบาลภายใต้ชื่อ “โรงพยาบาลวิชัยเวช แยกไฟฉาย”

ปัจจุบัน กลุ่มโรงพยาบาลวิชัยเวชฯ มีโรงพยาบาลในกลุ่ม 4 โรงพยาบาล ได้แก่ 1) โรงพยาบาลวิชัยเวชอินเตอร์เนชั่นแนล อ้อมน้อย, 2) โรงพยาบาลวิชัยเวชอินเตอร์เนชั่นแนล หนองแขม, 3) โรงพยาบาลวิชัยเวชอินเตอร์เนชั่นแนล สมุทรสาคร และ 4) โรงพยาบาลวิชัยเวช แยกไฟฉาย

โรงพยาบาลวิชัยเวช อินเตอร์เนชั่นแนล อ้อมน้อย เป็นสาขาที่มีเตียงเยอะที่สุด (200 เตียง) รวมถึงเป็นศูนย์ที่รับคนไข้ประกันสังคมมากที่สุดซึ่งมีโควตาสูงถึง 150,000 โควตา ซึ่งตอนนี้มีผู้ให้บริการประมาณเกือบ 120,000 ราย ศูนย์นี้รับเฉพาะทางเกี่ยวกับการพัฒนารังสีเพื่อรักษา มะเร็งทั้ง OPD และ IPD คลินิกเฉพาะทางที่เปิดให้บริการเช่น ศัลยกรรมผ่านกล้องศัลยกรรมโรคหลอดเลือด และอีกหลาย ๆ ฝ่าย รวมถึงมีห้องผ่าตัดระบบ Positive Pressure ปราศจากเชื้อโรค ฝุ่นละออง และความชื้น 100% ตามมาตรฐานระดับสากล นอกจากนี้ยังเปิดให้บริการศูนย์ MRI แม่เหล็กไฟฟ้า ที่สามารถให้วินิจฉัยโรคได้อย่างแม่นยำและรักษาได้ตรงจุดรวมถึงเปิดศูนย์รังสีร่วมรักษาหรือ Advanced Vichavej International Radiology Center ช่วยนำทางในการตรวจวินิจฉัยและรักษาโรคหลอดเลือดแดงรวมทั้งโรค มะเร็ง โดยแพทย์เฉพาะทางและเครื่องมือแพทย์รังสี

Fig 19: โรงพยาบาลวิชัยเวช อ้อมน้อย



Source: Company

Fig 20: อาคารใหม่ ประกันสังคม และอาคาร MRI



Source: Company

□ โรงพยาบาลวิชัยเวช อินเตอร์เนชั่นแนล หนองแขม เป็นโรงพยาบาลทั่วไปขนาด 180 เตียง มีแพทย์ผู้เชี่ยวชาญเฉพาะทางที่พร้อมให้บริการในหลากหลายสาขาโดยเฉพาะศูนย์โรคหัวใจวิชัยเวช ซึ่งถือเป็นศูนย์หัวใจที่มีความพร้อมและมีประสิทธิภาพสูงให้บริการทุกด้านเกี่ยวกับหัวใจ รวมถึงการดูแลรักษาผู้ป่วยโรคหัวใจทุกฤดู ตลอด 24 ชั่วโมง นอกจากนี้ยังมีศูนย์กระดูกและข้อ ศูนย์พัฒนาการเด็กรวมถึงศัลยกรรมเลเซอร์ ISKY ที่มีชื่อเสียงและได้รับการยอมรับในระดับประเทศ รวมถึงในวันที่ 31 พฤษภาคม 2566 ได้เปิดศูนย์รักษาการทำหัตถการผู้ป่วยโรคหลอดเลือดหัวใจอื่นๆ ณ โรงพยาบาล พหลพลพยุหเสนา จังหวัด กาญจนบุรี เพื่อรองรับผู้ป่วยหัวใจของโรงพยาบาล

Fig 21: โรงพยาบาลวิชัยเวช หนองแขม



Source: Company

Fig 22: ศูนย์หัวใจ โรงพยาบาลวิชัยเวช หนองแขม



Source: Company

□ โรงพยาบาลวิชัยเวช อินเตอร์เนชั่นแนล สมุทรสาคร มีศักยภาพบริการทุกสาขาโรคเช่นเดียวกับ โรงพยาบาลวิชัยเวชฯ อ้อมน้อย และมีความเชี่ยวชาญในการให้บริการตรวจสุขภาพนอกสถานที่ เช่น ในการประกอบการของภาคเอกชน ภาครัฐ และภาควิสาหกิจ ทั่วประเทศ และเปิดให้บริการศูนย์ตรวจสุขภาพอาชีพเวชศาสตร์ที่มีความทันสมัย และยังมีคลินิกที่อำเภอแม่สอด จังหวัดตากและที่อำเภออรัญประเทศ จังหวัดสระแก้ว เพื่อให้บริการแก่ลูกค้าต่างชาติในเขตชายแดนประเทศพม่าและกัมพูชา และร่วมกับ พันธมิตรในสาธารณรัฐแห่งสหภาพเมียนมาร์ เพื่อตรวจสุขภาพแรงงานต่างด้าว ณ เมืองย่างกุ้ง สหภาพเมียนมาร์และยังมีสหคลินิกวิชัยเวชระนองเพื่อให้บริการตรวจรักษาโรคทั่วไป

Fig 23: โรงพยาบาลวิชัยเวช สมุทรสาคร



Source: Company

Fig 24: อาคารอาชีพเวชศาสตร์



Source: Company

□ โรงพยาบาลวิชัยเวช แยกไฟฉาย มุ่งเน้นพัฒนาให้เป็นโรงพยาบาลรักษาผู้ป่วยเฉพาะทางเนื่องจากอยู่ใกล้แหล่งชุมชน โรงพยาบาล และโรงเรียนแพทย์อาทิ ศูนย์ความงาม ISKY ศูนย์ทันตกรรม สไมล์ โอเปอเรชั่นส์ รวมถึงศูนย์รักษาผู้มีบุตรยากอัครบุตร ให้บริการรักษาผู้มีบุตรยากด้วยเทคโนโลยีและนวัตกรรมที่ทันสมัยพร้อมทีมแพทย์เฉพาะทางด้านเวชศาสตร์เจริญพันธุ์ที่มีความชำนาญโดยอัตราความสำเร็จในการตั้งครรภ์จากการทำเด็กหลอดแก้วสูงถึง 85% และยังมีห้องแล็บเลี้ยงตัวอ่อน ตรวจโครโมโซมตัวอ่อนรวมถึงเทคโนโลยีการเจริญพันธุ์ที่มีประสิทธิภาพและทันสมัยภายใต้ระบบปลอดเชื้อระดับสูงสุด

Quarterly income statement

(Bt mn)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
Sales	631	733	769	665	682
Cost of sales	(490)	(545)	(553)	(502)	(514)
Gross profit	141	188	216	163	168
SG&A	(74)	(82)	(100)	(80)	(79)
EBITDA	119	155	155	135	97
Finance costs	(2)	(2)	(2)	(2)	(1)
Core profit	60	86	98	72	77
Net profit	60	86	98	72	77
EPS	0.10	0.15	0.17	0.13	0.13
Gross margin	22.4%	25.6%	28.1%	24.6%	24.7%
EBITDA margin	19.0%	21.2%	20.1%	20.3%	14.2%
Net profit margin	9.5%	11.8%	12.8%	10.8%	11.4%

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
Cash & deposits	1,185	1,063	822	985	947
Accounts receivable	675	429	478	520	556
Medicines and supplies	62	61	57	57	57
Other current assets	55	11	11	11	11
Total current assets	1,976	1,564	1,368	1,573	1,571
Investment in properties	44	72	72	72	72
Fixed assets	1,535	2,001	2,106	2,909	3,710
Other assets	84	70	72	72	72
Total assets	3,639	3,708	3,619	4,627	5,426
Short-term loans	0	0	0	0	0
Accounts payable	482	376	355	389	414
Current maturities	127	80	62	61	105
Other current liabilities	176	64	32	5	5
Total current liabilities	785	519	449	455	524
Long-term debt	132	62	13	552	1,052
Other LT liabilities	127	119	120	60	60
Total non-current	259	180	133	612	1,112
Total liabilities	1,044	700	582	1,067	1,635
Registered capital	571	571	571	609	618
Paid-up capital	571	571	571	609	618
Share premium	38	38	38	304	304
Retained earnings	1,981	2,393	2,420	2,639	2,859
Others	6	7	8	9	10
Total equity	2,596	3,008	3,037	3,560	3,791

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
Net profit	1,255	697	284	336	352
Depreciation	143	155	161	163	166
Chg in working capital	(136)	139	(65)	(9)	(11)
Chg in others current	(44)	44	0	0	0
CF from operations	1,218	1,034	380	490	507
Capital expenditure	(186)	(612)	(268)	(967)	(967)
Others	76	14	(2)	0	0
CF from investing	(109)	(598)	(271)	(967)	(967)
Free cash flow	1,108	437	109	(477)	(460)
Net borrowings	(202)	(123)	(61)	487	544
Equity capital raised	0	0	0	304	10
Dividends paid	(72)	(287)	(258)	(114)	(134)
Others	150	(148)	(31)	(39)	3
CF from financing	(123)	(559)	(350)	639	422
Net change in cash	985	(122)	(241)	163	(38)

Forward PER band



Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
Sales	4,718	3,646	2,737	3,060	3,269
Cost of hospital operation	(2,693)	(2,362)	(2,062)	(2,289)	(2,432)
Gross profit	2,025	1,284	674	771	837
SG&A	(432)	(417)	(337)	(361)	(386)
EBITDA	1,748	1,038	525	603	649
Depre. & amortization	143	155	161	163	166
Equity income	0	0	0	0	0
Other income	12	16	27	29	32
EBIT	1,605	883	364	439	483
Finance costs	(16)	(11)	(10)	(18)	(42)
Income taxes	(329)	(173)	(69)	(84)	(88)
Net profit before MI	1,260	699	285	337	353
Minority interest	0	0	0	0	0
Core profit	1,255	697	284	336	352
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	1,255	697	284	336	352

Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
Growth -YoY					
Revenue	107.3%	-22.7%	-24.9%	11.8%	6.9%
EBITDA	338.7%	-40.6%	-49.4%	14.8%	7.7%
Net profit	573.9%	-44.5%	-59.2%	18.2%	5.0%
Core profit	573.9%	-44.5%	-59.2%	18.2%	5.0%
Profitability Ratio					
Gross profit margin	42.9%	35.2%	24.7%	25.2%	25.6%
EBITDA margin	37.0%	28.5%	19.2%	19.7%	19.9%
Core profit margin	26.6%	19.1%	10.4%	11.0%	10.8%
Net profit margin	26.6%	19.1%	10.4%	11.0%	10.8%
ROA	42.2%	19.0%	7.7%	8.1%	7.0%
ROE	62.8%	24.9%	9.4%	10.2%	9.6%
Stability					
D/E (x)	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4
Net D/E (x)	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.2
Interest coverage ratio (x)	102.3	80.2	36.8	23.8	11.6
Current ratio (x)	2.5	3.0	3.0	3.5	3.0
Quick ratio (x)	2.4	2.9	2.9	3.3	2.9
Per Share (Bt)					
Reported EPS	2.20	1.22	0.50	0.55	0.57
Core EPS	2.20	1.22	0.50	0.55	0.57
Book value	4.55	5.27	5.32	5.85	6.13
Dividend	0.13	0.50	0.45	0.19	0.22
Valuation (x)					
PER	4.0	7.3	17.9	16.1	15.6
Core PER	4.0	7.3	17.9	16.1	15.6
P/BV	2.0	1.7	1.7	1.5	1.5
EV/EBTDA	2.6	4.4	9.0	8.4	8.7
Dividend yield	1.4%	5.7%	5.1%	2.1%	2.4%

Corporate governance report of Thai listed companies 2023

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- “ซื้อ”** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ถือ”** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ขาย”** เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment (“listed companies”) disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

DAOL SEC's stock rating definition

- BUY** The stock presents a good buying opportunity as it appears undervalued and/or will appreciate in the medium term. A return of the stock, excluding dividend, is expected to exceed 10%.
- HOLD** The stock lacks a catalyst in the medium to long term, and there is uncertainty regarding earnings growth. A return of the stock is expected to be between 0% and 10%.
- SELL** The stock appears overvalued and/or will perform poorly in the medium to long term, while there is major challenge at a company.

Notes: The expected returns may be subject to change at any time without notice.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

- ❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร
- ❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนลูกค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องได้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่เชิงการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO
- ❑ **ธรรมาภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจนต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environmental, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

- ❑ **Environmental** criteria consider how the company safeguards the environment and conserves natural resources. DAOL SECURITIES (THAILAND) calculates how much revenue derives from a business operation that can be harmful to the environment.
- ❑ **Social** criteria examine how it manages relationships with employees, suppliers, customers, and the communities where it operates. It also consists of employee welfare. DAOL SECURITIES (THAILAND) analyzes the company's non-financial statement reports (news and announcements), including NGO-related activities, retrieved from Bloomberg.
- ❑ **Governance** ensures a company uses accurate and transparent accounting method, internal controls, risk assessments, shareholder rights, and anti-corruption policies. DAOL SECURITIES (THAILAND) relates the IOD's CG rating system.

DAOL SECURITIES (THAILAND)'S ESG Scale of Ratings

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

DAOL SECURITIES (THAILAND) assigns an "n.a." to notify an insufficient information.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 13