

BUY (Unchanged)

TP: Bt 4.80

(From: Bt 4.10)

Change in Numbers

Upside : 12.1%

29 JULY 2021

Chularat Hospital Pcl (CHG TB)

เป็นอีกตัวที่ได้ประโยชน์จากโควิด-19

CHG ได้เพิ่มขีดความสามารถในการให้บริการโควิดเพื่อรองรับผู้ป่วยโควิดที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก เราปรับกำไรขึ้น 6-19% ในปี 2021-23F ราคาเป้าหมายสูงขึ้นเป็น 4.8 บาท แม้ CHG เป็นหุ้นที่ป้องกันความเสี่ยงจากโควิด-19 ที่ดีที่สุดเป็นอันดับสองในกลุ่มฯ แต่ CHG ยังคงเป็น Top Pick ของเรา และคาดว่าจะการดำเนินงานจะแข็งแกร่งต่อเนื่องหลังช่วงโควิด



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มประมาณการกำไร และราคาเป้าหมาย

เราปรับกำไรของ CHG ขึ้น 19%, 15% และ 6% ในปี 2021-23F สะท้อนความสามารถในการให้บริการโควิดที่เพิ่มขึ้น เราปรับราคาเป้าหมายปี 2022F ขึ้นเป็น 4.8 บาท จาก 4.1 บาท และคงแนะนำ “ซื้อ” ด้วยเป็นหุ้นที่ป้องกันความเสี่ยงจากโควิด-19 ที่ดีที่สุดเป็นอันดับสองในกลุ่มฯ และเป็น Top Pick ของเรา ด้วยคาดว่าจะการดำเนินงานจะแข็งแกร่งต่อเนื่องหลังปีที่มีการระบาดของโควิด แม้จะมีฐานกำไรที่สูงในปี 2021F จากบริการโควิดที่ 27% ของกำไร แต่คาดว่า CHG จะสามารถรักษารฐานกำไรที่สูงได้ต่อเนื่องไปจนถึงปี 2023F หนุนโดยการเติบโตของผู้ป่วยเงินสดจากฐานที่ต่ำในปี 2021F รายได้ที่เพิ่มขึ้นจากการเป็นเครือโรงพยาบาลที่เข้าร่วมโครงการรักษาพยาบาลของภาครัฐ (managed care) และการบริหารศูนย์หัวใจ และมีผลขาดทุนที่จากโรงพยาบาลใหม่ที่ลดลง CHG ซื้อขายที่ 33.2 เท่า PE ในปี 2022F ยังคงต่ำกว่า PE เฉลี่ย 5 ปีที่ 41.3 เท่า ก่อนเกิดโควิด

สามารถรองรับโควิดได้มากที่สุดเป็นอันดับสอง

ตั้งแต่สิ้นเดือนมี.ย. CHG ได้เพิ่มเตียงผู้ป่วยโควิด-19 ในโรงพยาบาลราว 57% เป็น 550 เตียง และใน hospital ราว 60% เป็น 4,000 เตียง ขณะที่ยังคงสามารถทดสอบเชื้อโควิดได้ที 3,000 เคส/วัน Exhibit 1 แสดงการเปรียบเทียบขีดความสามารถในการรองรับบริการโควิดของกลุ่มฯ โดย CHG ยังคงมีสัดส่วนกำไรจากโควิด-19 มากสุดเป็นอันดับสองของกลุ่มฯ ที่ 27% ในปี 2021F รองจาก 64% ของ BCH (ซื้อ) เราคาดว่ากำไรจากโควิดของ CHG อยู่ที่ 379 ลบ., 224 ลบ. และ 93 ลบ. ในปี 2021-23F เทียบกับ 35 ลบ. ในปี 2020 เราคาดว่ากำไรจากโควิดจะอยู่ที่ 43 ลบ., 66 ลบ. และ 42 ลบ. ในปี 2021-23F CHG ได้วัคซีน Moderna ราว 5% จากการจัดซื้อ 3.9 ล้านโดส ขององค์การเภสัชกรรมในปี 2021F

ปัจจัยหนุนหลังปีโควิด

เราคาดว่า CHG จะสามารถรักษารฐานกำไรที่สูงของปี 2021F (+58% จากปี 2020) ได้ต่อเนื่องไปจนถึงปี 2023F ปัจจัยหนุนกำไรที่สำคัญที่เราคาดว่าจะขาดเซชรายได้จากโควิดที่ลดลงในปี 2022-23F คือ ผู้ป่วยเงินสดโรคทั่วไปที่เติบโต 8% ต่อปี จากฐานที่ต่ำในปี 2021F (-16% จากปี 2019) รายได้ที่เพิ่มขึ้นจาก managed care และการบริหารศูนย์เฉพาะทาง และการขาดทุนที่ลดลงของโรงพยาบาลและศูนย์มะเร็งแห่งใหม่ เราคาดว่ากำไรที่ไม่ได้มาจากโควิดจะเพิ่มขึ้น 19% ในปี 2022F และ 10% ในปี 2023F

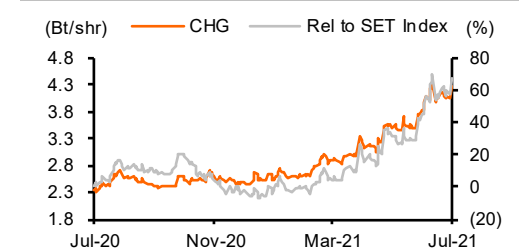
ขาดทุนจากโครงการใหม่ห้อยลง

เราคาดว่าโรงพยาบาลใหม่ 3 แห่ง และศูนย์มะเร็ง 1 แห่ง จะขาดทุน 31 ลบ. ในปี 2021F จากนั้นจะพลิกมามีกำไร 3 ลบ. และ 36 ลบ. ในปี 2022-23F จุฬารัตน์ 304 อินเตอร์เนชั่นแนล และร่วมแพทย์ จะเชิงเทรา ที่เปิดทำการในปี 2018 จะยังคงมีผลขาดทุนลดลงกว่าเดิม และมีอัตราการดำเนินงานที่สูงขึ้น และระดับของการลดลงของผลขาดทุนน่าจะชดเชยผลขาดทุนจาก 2 โครงการใหม่ คือ ศูนย์มะเร็งที่จะเปิดในปี 2022 และจุฬารัตน์แม่สอดอินเตอร์เนชั่นแนล 100 เตียง ที่จะเปิดในปี 2023 ซึ่งเราคาดว่าสองโครงการนี้จะผลขาดทุน 13 ลบ. และ 28 ลบ. ในปี 2022-23F ตามลำดับ

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	5,433	7,198	7,197	7,311
Net profit	877	1,383	1,419	1,412
Consensus NP	—	1,191	1,229	1,285
Diff frm cons (%)	—	16.1	15.5	9.9
Norm profit	877	1,383	1,419	1,412
Prev. Norm profit	—	1,167	1,232	1,328
Chg frm prev (%)	—	18.5	15.1	6.3
Norm EPS (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.1
Norm EPS grw (%)	24.3	57.8	2.6	(0.5)
Norm PE (x)	53.7	34.0	33.2	33.3
EV/EBITDA (x)	33.0	26.2	25.8	24.3
P/BV (x)	11.7	10.1	9.3	8.5
Div yield (%)	1.2	2.1	2.1	2.1
ROE (%)	22.7	31.9	29.1	26.7
Net D/E (%)	12.7	5.1	(1.5)	(12.1)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 29-Jul-21 (Bt)	4.28
Market Cap (US\$ m)	1,432.1
Listed Shares (m shares)	11,000.0
Free Float (%)	42.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	16.2
12M Price H/L (Bt)	4.34/2.32
Sector	Health Care
Major Shareholder	Plussind Family 23.79%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

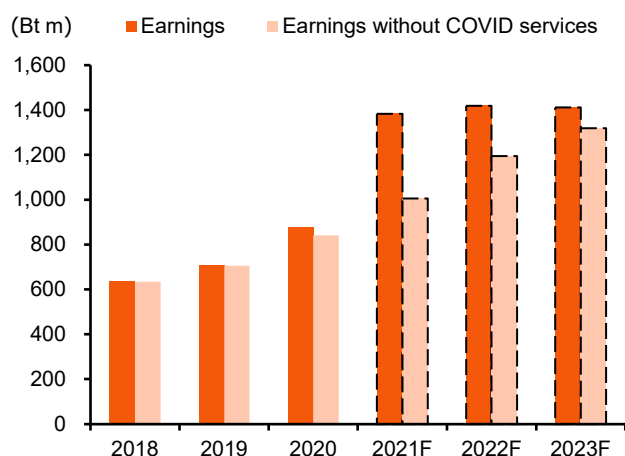


Ex 1: COVID-19 Capacity*

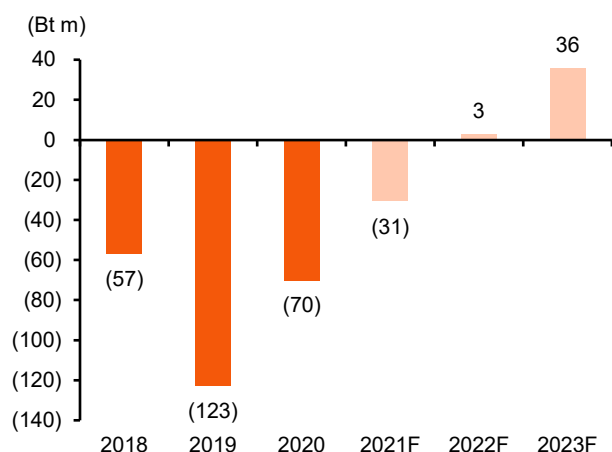
Hospitals	Active beds/ registered beds in hospitals	COVID beds in hospitals	Hospital & Field hospital beds	Lab test capacity (cases/day)
BCH	2,144	1,600	11,000-12,000	16,000
BDMS	6,062	2,400	700-800	7,000
BH	580	65	–	450
CHG	749	550	4,000	3,000
LPH	190	55	500	300
PR9	166	50-60	150	n.a.
RJH	292	210	260	1,000
RPH	171	27	100	300-400
THG	812	100-150	2,600	1,000

Sources: Company data, Thanachart compilation

Note: * As of end-July 2021

Ex 2: CHG's Earnings With & Without COVID Services

Sources: Company data, Thanachart estimates

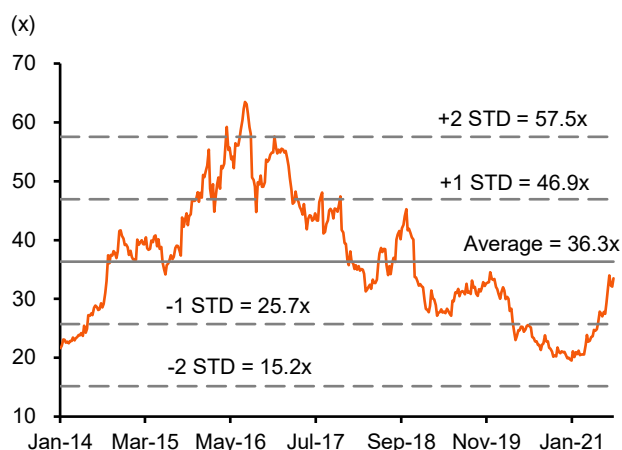
Ex 3: CHG's Earnings From New Hospitals & Cancer Center

Sources: Company data, Thanachart estimates

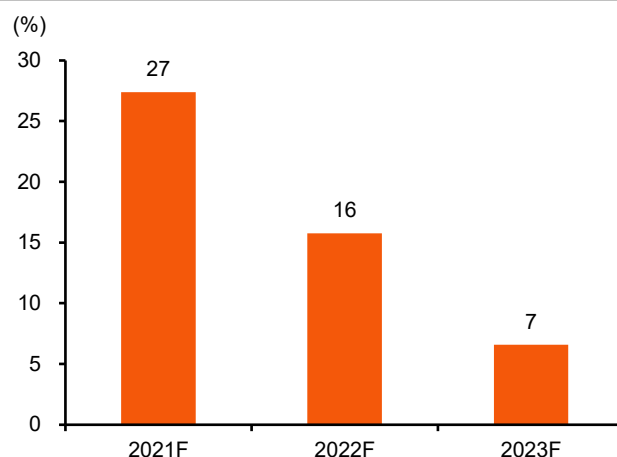
Ex 4: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2021F	2022F	2023F
Revenue from COVID-related services (Bt m)			
- New	1,769	892	300
- Old	977	172	67
- Change (%)	81.2	417.4	349.0
Normalized profit (Bt m)			
- New	1,383	1,419	1,412
- Old	1,167	1,232	1,328
- Change (%)	18.5	15.1	6.3

Source: Thanachart estimates

Ex 5: CHG's Valuation Is Inexpensive, In Our View

Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 6: % Earnings Contribution From COVID Services

Source: Thanachart estimates

Ex 7: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	1,807	1,897	2,091	2,284	2,491	2,713	2,951	3,193	3,443	3,705	3,988	—
Free cash flow	1,382	1,664	1,580	1,752	1,899	2,078	2,269	2,465	2,667	2,877	3,104	72,608
PV of free cash flow	1,379	1,484	1,331	1,369	1,395	1,435	1,474	1,505	1,531	1,553	1,575	36,836
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.6											
WACC (%)	5.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value	52,867											
Net debt (end-2021F)	245											
Minority interest	166											
Equity value	52,456											
# of shares (m)	11,000											
Equity value / share (Bt)	4.80											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 8: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	Market Cap (US\$ m)	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
				21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Ramsay Healthcare	RHC AU	Australia	10,879	20.6	27.7	31.0	24.3	3.5	3.4	11.1	10.3	1.7	2.1
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	7,225	18.3	8.1	9.9	9.2	1.2	1.1	7.8	7.9	2.1	2.2
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	1,970	34.7	22.4	12.9	10.5	2.4	2.1	9.4	7.9	3.0	3.6
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	7,808	na	740.1	675.6	80.4	13.8	11.0	51.8	29.6	0.1	0.2
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	2,557	na	na	na	56.0	2.9	2.8	49.6	23.7	0.0	0.0
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	1,082	(10.3)	53.8	41.2	26.8	2.1	1.9	13.7	11.7	1.3	1.9
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	11,993	98.4	22.4	46.3	37.8	2.2	2.1	17.8	15.9	0.8	0.9
Ryman	RYM NZ	New Zealand	4,529	(7.6)	30.1	27.8	21.4	2.6	2.1	31.9	24.6	1.8	2.3
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	1,931	65.2	5.3	36.8	35.0	2.8	2.7	20.3	19.0	2.0	1.7
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	1,972	150.3	(32.9)	21.1	31.4	7.3	6.8	14.7	22.4	2.6	1.8
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	11,022	15.6	29.6	51.9	40.0	4.1	3.9	28.0	22.9	1.1	1.4
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	2,949	0.5	57.9	80.4	50.9	5.4	5.3	35.9	26.3	1.2	2.0
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	1,432	57.8	2.6	34.0	33.2	10.1	9.3	26.2	25.8	2.1	2.1
Ladprao General Hospital *	LPH TB	Thailand	144	49.6	(13.0)	21.2	24.4	3.0	3.0	11.8	12.6	3.8	3.3
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	270	19.1	22.1	36.9	30.2	2.1	2.0	14.9	12.4	1.2	1.5
Rajthanee Hospital *	RJH TB	Thailand	340	27.2	(1.3)	23.7	24.0	6.9	6.5	15.7	15.8	3.4	3.3
Ratchaphruek Hospital *	RPH TB	Thailand	112	16.0	19.6	33.9	28.3	2.7	2.6	17.3	15.4	2.4	2.8
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	801	na	123.4	170.3	76.3	3.4	3.3	27.1	22.9	0.4	0.9
Average				37.0	65.8	79.7	35.6	4.4	4.0	22.5	18.2	1.7	1.9

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 29 July 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. โรงพยาบาลจุฬารัตน์ (CHG) ดำเนินงานบริหารโรงพยาบาลเอกชน ภายใต้แบรนด์ "จุฬารัตน์" ทางภาคตะวันออกโดยเฉพาะอย่างยิ่งใน จ.สมุทรปราการ และจ.ฉะเชิงเทรา CHG ก่อตั้งขึ้นในปี 1986 ปัจจุบันมี โรงพยาบาลหลัก 9 แห่ง และคลินิก 4 แห่ง ให้บริการรักษาพยาบาลแก่ ผู้ป่วยเงินสด และผู้ป่วยภายใต้โครงการประกันสังคม กลุ่มจุฬารัตน์มีความเชี่ยวชาญอย่างแข็งแกร่งในด้านศัลยกรรมทางมือ และศัลยกรรมโดยใช้กล้องจุลทรรศน์, ผู้ป่วยทารกแรกเกิดระยะวิกฤต (NICU), ศูนย์หัวใจ และศูนย์โรคหลอดเลือดสมอง

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นหนึ่งในกลุ่มโรงพยาบาลขนาดใหญ่ของประเทศไทยที่มีประสบการณ์ที่แข็งแกร่ง และมีแบรนด์ที่มีชื่อเสียงในการให้บริการด้านดูแลสุขภาพ
- โรงพยาบาลของ CHG ตั้งอยู่ทำเลที่ดี (ชุมชน โรงงาน และนิคมอุตสาหกรรม)
- มีโรงเรียนฝึกหัดพยาบาลของตัวเอง รองรับความต้องการของกลุ่ม

O — Opportunity

- มีโรงพยาบาลรัฐที่จำกัดในประเทศไทย
- การขยายขีดความสามารถในการรองรับความต้องการด้านการดูแลสุขภาพสุขภาพในอนาคต
- ผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นจากประเทศเพื่อนบ้าน หลังการเปิดเสรีประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	4.25	4.80	13%
Net profit 21F (Bt m)	1,191	1,383	16%
Net profit 22F (Bt m)	1,229	1,419	15%
Consensus REC	BUY: 14	HOLD: 5	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อรายได้จากบริการโควิด และบริการโรคทั่วไป

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- มีการกระจายฐานลูกค้าที่จำกัด โดยยังคงเน้นตลาดระดับล่างถึงกลาง และตลาดระบบประกันสุขภาพของภาครัฐ

T — Threat

- เครือข่ายโรงพยาบาลขนาดใหญ่ที่เติบโตอย่าง BDMS ซึ่งกำลังเข้ามาแย่งตลาดระดับกลาง
- ความเสี่ยงจากนโยบายของภาครัฐ

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากกลยุทธ์ในการผลักดันรายได้จากรูทิกผู้ป่วยเงินสดของ CHG แย่กว่าที่เราคาด จะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- หากอัตราการเบิกเงินคืนสำหรับ Adjusted Relative Weight (RW) ภายใต้โครงการประกันสังคมและประกันสุขภาพถ้วนหน้าลดลงในอนาคต จะทำให้มีความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- เนื่องจากการขยายขีดความสามารถในการรองรับในช่วงหลายปีข้างหน้า โรงพยาบาลใหม่ของ CHG อาจทำให้เราซ้ากว่าที่เราคาด
- หากมีการแข่งขันจากผู้ประกอบการเอกชนมากขึ้นหรือมีผู้ประกอบการใหม่เข้ามาแย่งตลาดไทย จะมีความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Strong, sustainable earnings outlook in 2021-23F

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	5,166	5,433	7,198	7,197	7,311
Cost of sales	3,629	3,685	4,966	4,947	4,972
Gross profit	1,536	1,748	2,232	2,250	2,339
% gross margin	29.7%	32.2%	31.0%	31.3%	32.0%
Selling & administration expenses	672	673	796	812	829
Operating profit	864	1,075	1,436	1,438	1,510
% operating margin	16.7%	19.8%	20.0%	20.0%	20.7%
Depreciation & amortization	343	370	372	383	399
EBITDA	1,207	1,445	1,808	1,821	1,909
% EBITDA margin	23.4%	26.6%	25.1%	25.3%	26.1%
Non-operating income	25	32	313	366	276
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(40)	(36)	(24)	(15)	(7)
Pre-tax profit	849	1,071	1,726	1,789	1,779
Income tax	184	219	345	358	347
After-tax profit	665	852	1,381	1,431	1,432
% net margin	12.9%	15.7%	19.2%	19.9%	19.6%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	41	24	3	(13)	(20)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	705	877	1,383	1,419	1,412
Normalized profit	705	877	1,383	1,419	1,412
EPS (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Normalized EPS (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

BALANCE SHEET

New cancer center and hospital due to being operating in 2022-23

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	1,764	1,763	2,007	2,006	2,322
Cash & cash equivalent	521	580	432	432	732
Account receivables	1,058	983	1,302	1,301	1,322
Inventories	161	179	245	244	238
Others	25	22	29	29	29
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	4,335	4,167	4,311	4,442	4,256
Other assets	167	271	326	316	313
Total assets	6,266	6,201	6,644	6,765	6,890
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,682	1,429	1,376	1,170	970
Account payables	607	570	762	759	763
Bank overdraft & ST loans	820	570	352	183	21
Current LT debt	146	136	81	42	5
Others current liabilities	109	153	181	186	182
Total LT debt	573	407	244	127	14
Others LT liabilities	115	171	209	202	199
Total liabilities	2,370	2,008	1,829	1,499	1,183
Minority interest	193	169	166	179	199
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
Share premium	1,146	1,146	1,146	1,146	1,146
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
Retained earnings	1,456	1,778	2,402	2,841	3,262
Shareholders' equity	3,702	4,024	4,649	5,087	5,508
Liabilities & equity	6,266	6,201	6,644	6,765	6,890

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

Strong and sustainable cash inflow stream

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	849	1,071	1,726	1,789	1,779
Tax paid	(158)	(193)	(329)	(350)	(349)
Depreciation & amortization	343	370	372	383	399
Chg In working capital	(103)	20	(193)	(2)	(11)
Chg In other CA & CL / minorities	37	20	3	(4)	(2)
Cash flow from operations	968	1,288	1,579	1,816	1,816
Capex	(733)	(186)	(500)	(500)	(200)
Right of use	0	(87)	(5)	(5)	(5)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	45	23	(26)	(6)	(7)
Cash flow from investments	(687)	(250)	(531)	(511)	(212)
Debt financing	312	(426)	(437)	(324)	(313)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(550)	(550)	(759)	(981)	(991)
Warrants & other surplus	(16)	(5)	0	0	0
Cash flow from financing	(254)	(980)	(1,196)	(1,305)	(1,304)
Free cash flow	235	1,103	1,079	1,316	1,616

VALUATION

Inexpensive valuation, in our view

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	66.8	53.7	34.0	33.2	33.3
Normalized PE - at target price (x)	74.9	60.2	38.2	37.2	37.4
PE (x)	66.8	53.7	34.0	33.2	33.3
PE - at target price (x)	74.9	60.2	38.2	37.2	37.4
EV/EBITDA (x)	39.8	33.0	26.2	25.8	24.3
EV/EBITDA - at target price (x)	44.6	36.9	29.3	29.0	27.3
P/BV (x)	12.7	11.7	10.1	9.3	8.5
P/BV - at target price (x)	14.3	13.1	11.4	10.4	9.6
P/CFO (x)	48.6	36.5	29.8	25.9	25.9
Price/sales (x)	9.1	8.7	6.5	6.5	6.4
Dividend yield (%)	1.2	1.2	2.1	2.1	2.1
FCF Yield (%)	0.5	2.3	2.3	2.8	3.4
(Bt)					
Normalized EPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
DPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
BV/share	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
CFO/share	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
FCF/share	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

*Strong-profitability
company, based on our
forecasts*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	17.2	5.2	32.5	(0.0)	1.6
Net profit (%)	11.3	24.3	57.8	2.6	(0.5)
EPS (%)	11.3	24.3	57.8	2.6	(0.5)
Normalized profit (%)	11.3	24.3	57.8	2.6	(0.5)
Normalized EPS (%)	11.3	24.3	57.8	2.6	(0.5)
Dividend payout ratio (%)	78.0	62.7	70.0	70.0	70.0
Operating performance					
Gross margin (%)	29.7	32.2	31.0	31.3	32.0
Operating margin (%)	16.7	19.8	20.0	20.0	20.7
EBITDA margin (%)	23.4	26.6	25.1	25.3	26.1
Net margin (%)	12.9	15.7	19.2	19.9	19.6
D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.3	0.1	0.1	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.1	0.1	(0.0)	(0.1)
Interest coverage - EBIT (x)	21.4	30.2	60.7	96.5	219.6
Interest coverage - EBITDA (x)	29.8	40.5	76.4	122.2	277.6
ROA - using norm profit (%)	11.8	14.1	21.5	21.2	20.7
ROE - using norm profit (%)	19.4	22.7	31.9	29.1	26.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	18.3	22.1	31.8	29.4	27.0
- asset turnover (x)	0.9	0.9	1.1	1.1	1.1
- operating margin (%)	17.2	20.4	24.3	25.1	24.4
- leverage (x)	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
- interest burden (%)	95.5	96.8	98.6	99.2	99.6
- tax burden (%)	78.3	79.6	80.0	80.0	80.5
WACC (%)	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
ROIC (%)	15.7	18.1	25.2	23.5	24.3
NOPAT (Bt m)	677	856	1,149	1,150	1,216
invested capital (Bt m)	4,720	4,558	4,893	5,007	4,815

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 96 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ADVA16C2107A, ADVA16C2110A, AEON16C2108A, AOT16C2109A, BAM16C2107A, BAM16C2110A, BANP16C2107A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BCH16C2111B, BCH16C2111A, BCH16C2109A, BCPG16C2111A, BDMS16C2107A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BH16C2109A, CBG16C2108A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CHG16C2111A, COM716C2107A, COM716C2110A, CPAL16C2111A, CPAL16C2109A, CPF16C2107A, CPF16C2108A, CPN16C2109A, DELT16C2108A, DELT16C2109A, DOHO16C2111A, EA16C2107A, EA16C2108A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GULF16C2107A, GUNK16C2108A, GUNK16C2110A, HANA16C2107A, IRPC16C2108A, IRPC16C2110A, IVL16C2111A, IVL16C2107A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, JMAR16C2111A, JMT16C2110A, KBAN16C2111B, KBAN16C2111A, KBAN16C2107A, KBAN16C2108A, KBAN16C2109A, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, MINT16C2107A, MINT16C2109A, MTC16C2108A, MTC16C2109A, OR16C2107A, OR16C2108A, OR16C2109A, PRM16C2109A, PRM16C2107A, PTG16C2108A, PTT16C2109A, PTTG16C2111A, PTTG16C2108A, PTTG16C2110A, RBF16C2110A, RS16C2108A, RS16C2109A, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016P2112A, S5016C2109C, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016P2109A, S5016P2109B, SAWA16C2107A, SCGP16C2107A, SCGP16C2109A, STA16C2107A, STEC16C2110A, STGT16C2111A, TASC16C2107A, TASC16C2109A, TQM16C2108A, TU16C2111A, TU16C2110A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRIM, BH, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, EA, EGCO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTGC, RBF, RS, SET50, SAWAD, SCGP, STA, STEC, STGT, TASC, TQM, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หม่อศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศิวินี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีควิพเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีควิพเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลังงาน , บีโตร์เคมี, กระจดาษ

จักร เรื่องสินภิญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุสันต์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุนนาค

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรัชดา ศรทรง

Tel: 662-779-9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

Tel: 662-779-9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย

Tel: 662-779-9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุลชล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิ้มวางษ์ปรานี

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สดภาพร

Tel: 662-779-9198

sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team

19 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th
