

HOLD (Unchanged)

TP: Bt 22.60

(From: Bt 17.70)

Change in Numbers

Upside : 9.2%

21 JUNE 2021

Bangkok Chain Hospital (BCH TB)

ตลาดรับรู้กำไรที่สูงในปี 2021F แล้ว

ผลกระทบที่สูงมากและยาวนานจากโควิดระลอกสาม ทำให้เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้น 5-37% ในปี 2021-23F แม้ว่าเราจะเห็นกำไรของ BCH พุ่งสูงขึ้นในปี 2021F แต่หุ้นซื้อขายที่ 32.7 เท่า PE ในปี 2022F เทียบกับกำไรที่ลดลง 30% ในปี 2022F หลังจากสถานการณ์โควิดผ่อนคลายลง ทำให้เราคงคำแนะนำ "ถือ" BCH ราคาเป้าหมายใหม่ปี 2022F ที่ 22.6 บาท



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 - 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

เต็มมูลค่า แนะนำ "ถือ"

เราปรับเพิ่มกำไรขึ้น 37%, 8.5% และ 5% ในปี 2021-23F เพื่อสะท้อนรายได้ที่แข็งแกร่งกว่าคาดจากบริการที่เกี่ยวข้องกับโควิด-19 จากการปรับเพิ่มประมาณการกำไร และปรับมาใช้อัตรา 2022F ราคาเป้าหมายของเราจึงเพิ่มขึ้นเป็น 22.6 บาท จาก 17.7 บาท เราคาดว่า EPS จะเติบโตแข็งแกร่งที่ 83% ในปี 2021F เนื่องจากปัจจัยขับเคลื่อนจากโควิด แต่การเติบโตของ EPS คาดว่าจะหดตัวลง 30% ในปี 2022F ก่อนที่จะเติบโต 9% ในปี 2023F หลังจากสถานการณ์โควิด-19 บรรเทาลง ดังนั้นเราจึงมองว่าการซื้อขายที่ PE ที่ 32.7 เท่า ในปี 2022F เป็นระดับที่เต็มมูลค่าแล้ว แต่ด้วยแนวโน้มการเติบโตของกำไร y-y ที่แข็งแกร่งในช่วง 2-3 ไตรมาสข้างหน้า เราจึงยังคงคำแนะนำ "ถือ" BCH

โควิด-19 หนุนกำไรปี 2021F

การตรวจหาเชื้อโควิดของ BCH ในช่วงระบาดระลอก 2 ใน 1Q21 เพิ่มขึ้นจาก 611 คน/วัน ใน 4Q20 เป็น 1,400 ราย ผู้บริหารคาดว่าจะมีจำนวนถึง 5,500 คน/วัน ในระลอก 3 ในช่วง 2Q21 โดยเตียงผู้ป่วยในที่จัดสรรให้ผู้ป่วยโควิด 900-1,000 เตียง (เทียบกับเตียงที่ได้รับอนุญาต 2,029 เตียง) นั้นใช้เต็มแล้ว นอกจากนี้ BCH ยังได้ร่วมมือกับโรงแรมเพื่อให้บริการ hospital จำนวน 3,000 เตียง ซึ่งอัตราการเข้าพักปัจจุบันอยู่ที่ 90% เราคาดว่ารายได้ของ BCH จากการทดสอบโควิด hospital สถานที่กักตัวทางเลือก (ASQ) และการฉีดวัคซีนอยู่ที่ 4.7 พันลบ. ในปี 2021F (คิดเป็น 34% ของรายได้รวมในปี 2021F) จากนั้นจะลดลงเหลือ 789 ลบ. และ 333 ลบ. ในปี 2022-23F ในขณะที่เดียวกัน รายได้จากการผู้ป่วยโควิดในโรงพยาบาลก็เพียงพอแล้วที่จะชดเชยผลลบจากการมีผู้ป่วยนอกและโรคทั่วไปที่อ่อนแอ

การดำเนินงานปรับลดลงมาในปี 2022-23F

เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ BCH จะเริ่มปรับลดลง แม้ว่าจะยังไม่กลับมาระดับเดิมในปี 2022F รายได้ที่เพิ่มขึ้นจากผู้ป่วยโรคปกติทั่วไปในสินทรัพย์และประกันสังคมคาดว่าจะไม่เพียงพอที่จะชดเชยรายได้ที่ลดลงจากบริการที่เกี่ยวข้องกับโควิด-19 และผู้ป่วยโควิดในปีหน้า เราคาดว่ากำไรของบริษัทจะลดลง 30% ในปี 2022F ก่อนที่จะเติบโตที่ 9% ในปี 2023F ผลขาดทุนจากโรงพยาบาลใหม่ 3 แห่ง (โรงพยาบาลเกษมราษฎร์ อินเตอร์เนชั่นแนล (KIH) อรัญประเทศ โรงพยาบาลเกษมราษฎร์ปราจีนบุรี และ KIH เวียงจันทน์ ในประเทศลาว) จะกลับมากดดันกำไร โดย KIH เวียงจันทน์ เลื่อนเปิดให้บริการออกไปหนึ่งไตรมาสไปยัง 3Q21

แต่ระดับสูงสุดใน 2Q21F

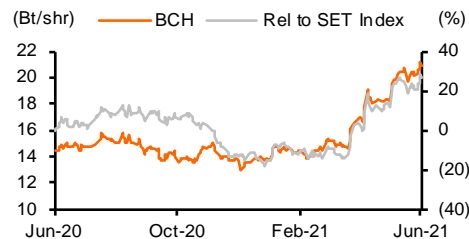
เราคาดว่า BCH จะรายงานกำไรเติบโตอย่างมากใน 2Q21 โดยคาดว่าจะเติบโตมากกว่าสองเท่าทั้ง y-y และ q-q จาก 279 ลบ. ใน 2Q20 และ 324 ลบ. ใน 1Q21 โดยได้แรงหนุนจากรายได้ที่แข็งแกร่งจากบริการที่เกี่ยวข้องกับโควิด-19 เช่น การตรวจหาเชื้อโควิด-19, การบริการ hospital, ASQ และการรับผู้ป่วยในโควิด-19 ในโรงพยาบาล เราเชื่อว่ากำไร 2Q21F ของ BCH จะไม่เพียงแต่เป็นไตรมาสใหม่ที่ทำสถิติสูงสุดใหม่เท่านั้น แต่ยังเป็นไตรมาสที่มีกำไรสูงสุดเมื่อเทียบกับผลการดำเนินงานรายไตรมาสในสามปีข้างหน้าด้วย

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	8,928	13,857	10,940	11,432
Net profit	1,229	2,249	1,578	1,715
Consensus NP	—	1,509	1,513	1,697
Diff frm cons (%)	—	49.0	4.3	1.1
Norm profit	1,229	2,249	1,578	1,715
Prev. Norm profit	—	1,640	1,454	1,629
Chg frm prev (%)	—	37.1	8.5	5.3
Norm EPS (Bt)	0.5	0.9	0.6	0.7
Norm EPS grw (%)	8.3	83.0	(29.9)	8.7
Norm PE (x)	42.0	22.9	32.7	30.1
EV/EBITDA (x)	22.9	15.0	18.4	17.1
P/BV (x)	7.5	6.3	5.9	5.4
Div yield (%)	1.1	2.4	1.7	2.0
ROE (%)	18.7	29.8	18.6	18.8
Net D/E (%)	82.4	58.0	34.1	17.6

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 21-Jun-21 (Bt)	20.70
Market Cap (US\$ m)	1,641.4
Listed Shares (m shares)	2,493.7
Free Float (%)	50.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	17.4
12M Price H/L (Bt)	21.20/13.00
Sector	Health Care
Major Shareholder	Harnphanich Family 50%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



Ex 1: Changes In Key Assumptions And Earnings Revisions

	2021F	2022F	2023F
Revenue from COVID-related services (Bt m) *			
- New	4,722	789	331
- Old	2,604	270	55
- Change (%)	81.4	192.4	504.9
BCH's normalized profit (Bt m)			
- New	2,249	1,578	1,715
- Old	1,640	1,454	1,629
- Change (%)	37.1	8.5	5.3

Source: Thanachart estimates

Note: * Including COVID-19 tests, hospitel, ASQ and COVID-19 vaccination services

Ex 2: 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	2,980	3,129	3,370	3,615	3,839	4,068	4,304	4,549	4,807	5,112	5,436	—
Free cash flow	3,015	2,506	2,472	2,655	2,823	2,990	3,158	3,329	3,508	3,729	3,919	81,786
PV of free cash flow	3,007	2,233	2,080	2,071	2,070	2,060	2,044	2,025	2,006	1,916	1,883	39,296
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.6											
WACC (%)	5.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value	62,691											
Net debt (end-2021F)	5,303											
Minority interest	914											
Equity value	56,474											
# of shares (m)	2,494											
Equity value/share (Bt)	22.6											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 3: 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	11,134	21.4	27.9	31.1	24.3	3.6	3.4	11.1	10.0	1.8	2.2
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	7,017	16.5	8.7	10.1	9.3	1.2	1.1	8.3	7.6	1.5	1.6
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	1,898	36.4	19.4	12.3	10.3	2.3	2.0	9.0	7.7	3.1	3.8
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	6,283	na	705.5	541.0	67.2	11.0	9.6	43.3	24.8	0.2	0.3
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	2,396	na	na	na	56.0	2.7	2.7	46.7	20.5	0.0	0.0
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	1,054	(3.4)	50.0	36.4	24.3	2.0	1.9	12.9	11.2	1.6	2.2
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	12,195	90.5	25.8	48.0	38.1	2.2	2.1	17.8	16.0	0.7	0.9
Ryman	RYM NZ	New Zealand	4,527	(7.6)	29.5	28.0	21.6	2.6	2.2	32.0	24.7	1.8	2.3
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	1,583	43.5	12.1	34.5	30.8	2.3	2.2	18.1	16.5	2.2	2.0
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	1,641	83.0	(29.9)	22.9	32.7	6.3	5.9	15.0	18.4	2.4	1.7
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	11,485	15.6	29.6	51.6	39.9	4.1	3.9	27.8	22.8	1.1	1.4
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	3,301	0.5	57.9	86.0	54.5	5.8	5.7	38.5	28.2	1.2	1.8
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	1,217	33.1	5.6	32.8	31.1	8.5	7.8	24.9	23.7	2.1	2.3
Ladprao General Hospital *	LPH TB	Thailand	124	12.5	5.7	23.3	22.0	2.5	2.5	12.5	12.2	3.4	3.6
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	255	19.1	22.1	33.3	27.3	1.9	1.8	13.2	11.0	1.4	1.6
Rajthanee Hospital *	RJH TB	Thailand	301	15.3	4.3	22.1	21.2	5.9	5.6	15.5	15.3	3.6	3.8
Ratchaphruek Hospital *	RPH TB	Thailand	89	16.0	19.6	25.6	21.4	2.0	2.0	13.1	11.6	3.1	3.7
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	689	na	123.4	140.1	62.7	2.8	2.7	23.2	19.6	0.5	1.1
Average				26.2	65.7	69.4	33.0	3.9	3.6	21.3	16.8	1.8	2.0

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 21 June 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

BCH ดำเนินกิจการโรงพยาบาลจำนวน 13 แห่ง ทั้งในกรุงเทพฯ และต่างจังหวัด โดยมีจำนวนเตียงที่ให้บริการทั้งหมด 2,029 เตียง ณ สิ้นปี 2020 ขณะที่ผู้ป่วยที่มาใช้บริการแบ่งออกเป็น 1) ผู้ป่วยเงินสด (รวมข้าราชการพลเรือน) และ 2) ผู้ป่วยภายใต้แผนการประกันสังคม บริษัทฯ เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในปี 2004

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้บริหารมีประสบการณ์ในธุรกิจโรงพยาบาลสูง โดยเฉพาะตลาดระดับกลาง และโครงการสุขภาพของภาครัฐ
- มีรายได้มาจากหลายทาง

O — Opportunity

- อุปทานโรงพยาบาลรัฐที่จำกัด
- การขยายขีดความสามารถในการให้บริการเพื่อสนองความต้องการด้านการดูแลสุขภาพที่เพิ่มขึ้นในอนาคต
- การเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ
- จำนวนผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นจากประเทศเพื่อนบ้าน

CONSENSUS COMPARISON

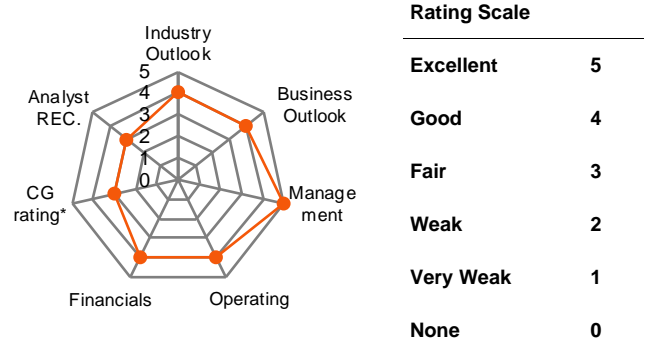
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	22.03	22.60	3%
Net profit 21F (Bt m)	1,509	2,249	49%
Net profit 22F (Bt m)	1,513	1,578	4%
Consensus REC	BUY: 15	HOLD: 5	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2021F ของเรายิ่งสูงกว่าของตลาด 49% เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อประโยชน์จากบริการที่เกี่ยวข้องกับโควิด-19 ของ BCH ในระยะสั้น
- แต่ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด เนื่องจากเราคาดว่าราคาดำเนินงานของ BCH จะกลับมาปกติหลังโควิดบรรเทา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

Rating Scale

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

W — Weakness

- BCH เป็นที่รู้จักในอุตสาหกรรมว่าเป็นโรงพยาบาลเอกชนที่ให้บริการแก่โครงการสุขภาพของภาครัฐที่ใหญ่ที่สุด ซึ่งอาจจะเป็นอุปสรรคต่อ BCH ในการขยายเข้าสู่ฐานลูกค้าใหม่

T — Threat

- ผู้เล่นรายใหญ่และเป็นที่รู้จักอย่าง BDMS เข้ามายังตลาดระดับกลาง
- เศรษฐกิจที่ชะลอตัว
- ความเสี่ยงจากนโยบายของภาครัฐ
- ผลกระทบจากโควิด-19

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากกลยุทธ์ของ BCH สามารถกระตุ้นลูกค้าเงินสดได้ ไม่ใกล้เคียงกับที่เราคาดการณ์ไว้
- หากมีผู้ป่วยภายใต้ประกันสังคมของ BCH สูง/ต่ำกว่าที่เราคาด
- หากประกันสังคมปรับลดค่ารักษาพยาบาลต่อหัวในอนาคต
- หาก WMC ของ BCH มีกำไรสูง/ต่ำกว่าที่เราคาด

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Very strong operations in 2021F driven by COVID-related services

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	8,880	8,928	13,857	10,940	11,432
Cost of sales	6,052	5,975	9,435	7,425	7,675
Gross profit	2,828	2,953	4,422	3,514	3,757
% gross margin	31.8%	33.1%	31.9%	32.1%	32.9%
Selling & administration expenses	1,232	1,213	1,508	1,437	1,528
Operating profit	1,597	1,741	2,914	2,078	2,230
% operating margin	18.0%	19.5%	21.0%	19.0%	19.5%
Depreciation & amortization	665	788	873	902	899
EBITDA	2,261	2,529	3,787	2,980	3,129
% EBITDA margin	25.5%	28.3%	27.3%	27.2%	27.4%
Non-operating income	116	93	213	146	153
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(131)	(132)	(140)	(119)	(82)
Pre-tax profit	1,582	1,702	2,987	2,105	2,301
Income tax	286	313	568	389	431
After-tax profit	1,296	1,389	2,419	1,716	1,869
% net margin	14.6%	15.6%	17.5%	15.7%	16.3%
Shares in affiliates' Earnings	2	3	2	2	2
Minority interests	(163)	(163)	(172)	(140)	(156)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	1,135	1,229	2,249	1,578	1,715
Normalized profit	1,135	1,229	2,249	1,578	1,715
EPS (Bt)	0.5	0.5	0.9	0.6	0.7
Normalized EPS (Bt)	0.5	0.5	0.9	0.6	0.7

BALANCE SHEET

Two new hospitals due to open in 2021

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	2,967	3,538	3,789	2,904	2,861
Cash & cash equivalent	879	946	302	302	302
Account receivables	1,817	2,303	3,037	2,248	2,193
Inventories	231	250	388	305	315
Others	40	40	62	49	51
Investments & loans	37	32	32	32	32
Net fixed assets	9,615	11,438	11,175	10,673	10,193
Other assets	1,497	1,519	2,358	1,862	1,945
Total assets	14,116	16,527	17,353	15,470	15,032
LIABILITIES:					
Current liabilities:	2,186	5,667	5,536	3,875	3,116
Account payables	494	565	905	712	736
Bank overdraft & ST loans	419	2,165	1,682	1,095	657
Current LT debt	299	2,121	1,569	1,022	613
Others current liabilities	974	816	1,380	1,045	1,110
Total LT debt	4,760	2,946	2,354	1,534	920
Others LT liabilities	192	288	321	254	265
Total liabilities	7,137	8,901	8,211	5,662	4,301
Minority interest	730	742	914	1,054	1,210
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494
Share premium	645	645	645	645	645
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(75)	(92)	(92)	(92)	(92)
Retained earnings	3,184	3,838	5,182	5,707	6,474
Shareholders' equity	6,248	6,885	8,228	8,754	9,521
Liabilities & equity	14,116	16,527	17,353	15,470	15,032

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT*Strong cash inflow streams*

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	1,582	1,702	2,987	2,105	2,301
Tax paid	(289)	(291)	(506)	(426)	(427)
Depreciation & amortization	665	788	873	902	899
Chg In working capital	(308)	(433)	(532)	679	69
Chg In other CA & CL / minorities	(28)	(327)	466	(283)	60
Cash flow from operations	1,622	1,438	3,289	2,977	2,902
Capex	(1,753)	(2,605)	(610)	(400)	(420)
Right of use	0	(6)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	2	5	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	73	74	(790)	429	(72)
Cash flow from investments	(1,678)	(2,532)	(1,400)	29	(492)
Debt financing	778	1,754	(1,627)	(1,954)	(1,461)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(549)	(574)	(905)	(1,052)	(948)
Warrants & other surplus	(40)	(19)	0	0	0
Cash flow from financing	190	1,161	(2,533)	(3,006)	(2,410)
Free cash flow	(131)	(1,167)	2,679	2,577	2,482

VALUATION*Trading at fair value, in our view*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	45.5	42.0	22.9	32.7	30.1
Normalized PE - at target price (x)	49.7	45.8	25.1	35.7	32.9
PE (x)	45.5	42.0	22.9	32.7	30.1
PE - at target price (x)	49.7	45.8	25.1	35.7	32.9
EV/EBITDA (x)	24.9	22.9	15.0	18.4	17.1
EV/EBITDA - at target price (x)	27.0	24.8	16.3	20.0	18.6
P/BV (x)	8.3	7.5	6.3	5.9	5.4
P/BV - at target price (x)	9.0	8.2	6.8	6.4	5.9
P/CFO (x)	31.8	35.9	15.7	17.3	17.8
Price/sales (x)	5.8	5.8	3.7	4.7	4.5
Dividend yield (%)	1.1	1.1	2.4	1.7	2.0
FCF Yield (%)	(0.3)	(2.3)	5.2	5.0	4.8
(Bt)					
Normalized EPS	0.5	0.5	0.9	0.6	0.7
EPS	0.5	0.5	0.9	0.6	0.7
DPS	0.2	0.2	0.5	0.3	0.4
BV/share	2.5	2.8	3.3	3.5	3.8
CFO/share	0.7	0.6	1.3	1.2	1.2
FCF/share	(0.1)	(0.5)	1.1	1.0	1.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

*Earnings growth turns
negative after COVID-19
subsides in 2022F*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	10.0	0.5	55.2	(21.1)	4.5
Net profit (%)	4.2	8.3	83.0	(29.9)	8.7
EPS (%)	4.2	8.3	83.0	(29.9)	8.7
Normalized profit (%)	4.2	8.3	83.0	(29.9)	8.7
Normalized EPS (%)	4.2	8.3	83.0	(29.9)	8.7
Dividend payout ratio (%)	50.5	46.7	55.0	55.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	31.8	33.1	31.9	32.1	32.9
Operating margin (%)	18.0	19.5	21.0	19.0	19.5
EBITDA margin (%)	25.5	28.3	27.3	27.2	27.4
Net margin (%)	14.6	15.6	17.5	15.7	16.3
D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.9	0.6	0.4	0.2
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.8	0.6	0.3	0.2
Interest coverage - EBIT (x)	12.2	13.2	20.8	17.5	27.3
Interest coverage - EBITDA (x)	17.3	19.1	27.0	25.1	38.3
ROA - using norm profit (%)	8.5	8.0	13.3	9.6	11.2
ROE - using norm profit (%)	19.0	18.7	29.8	18.6	18.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	21.7	21.2	32.0	20.2	20.5
- asset turnover (x)	0.7	0.6	0.8	0.7	0.7
- operating margin (%)	19.3	20.5	22.6	20.3	20.8
- leverage (x)	2.2	2.3	2.2	1.9	1.7
- interest burden (%)	92.4	92.8	95.5	94.7	96.6
- tax burden (%)	81.9	81.6	81.0	81.5	81.3
WACC (%)	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
ROIC (%)	13.5	13.1	17.9	12.5	15.0
NOPAT (Bt m)	1,308	1,421	2,360	1,693	1,811
invested capital (Bt m)	10,847	13,171	13,532	12,103	11,409

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ 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 74 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2107A, AEON16C2108A, AOT16C2109A, AOT16C2106A, BAM16C2110A, BAM16C2107A, BANP16C2109A, BANP16C2107A, BBL16C2106A, BCH16C2109A, BDMS16C2109A, BDMS16C2107A, BGRI16C2110A, BH16C2109A, BPP16C2106A, CBG16C2109B, CBG16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2108A, COM716C2107A, CPAL16C2109A, CPAL16C2106A, CPF16C2108A, CPF16C2107A, CPN16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2108A, EA16C2108A, EA16C2107A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2106A, GULF16C2107A, GUNK16C2108A, HANA16C2107A, IRPC16C2108A, IVL16C2107A, KBAN16C2109A, KBAN16C2108A, KBAN16C2107A, KCE16C2109A, KTC16C2110A, IVL16C2109A, KCE16C2106A, KTC16C2106A, MINT16C2109A, MINT16C2107A, MTC16C2109A, MTC16C2108A, OR16C2109A, OR16C2108A, OR16C2106A, OR16C2107A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTG16C2107A, PTT16C2109A, PTT16C2109A, PTTG16C2108A, RS16C2109A, RS16C2108A, S5016C2109A, S5016P2109A, S5016P2109A, S5016C2109A, S5016C2106B, S5016P2106C, S5016C2106A, S5016P2106A, S5016P2106B, SAWA16C2107A, SCB16C2106A, SCGP16C2109A, SCGP16C2107A, STA16C2107A, TASC16C2109A, TASC16C2107A, TQM16C2108A (underlying securities are ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BGRIM, BH, BPP, CBG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, EA, EPG, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, KBANK, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTGC, RS, SAWAD, SCB, SCGP, STA, SET50, TASC, TQM). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน) (TMB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TMB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิลล์ แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หม่อศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกัน ได้แก่ นางอศิณี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ 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

พลิงงาน , บีโตร์เคมี, กระจดาษ
จักร เรื่องสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ
พัทธดนย์ บุญนา
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, บ้านเทิง
รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรัชดา สรทรง
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 ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, 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
สิทธิเชษฐ 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
sunset.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
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