

BUY (From: HOLD)

TP: Bt 30.00

(From: Bt 22.60)

Change in Recommendation

Upside : 14.3%

20 JULY 2021

Bangkok Chain Hospital (BCH TB)

ได้ประโยชน์จากโควิดมากที่สุด



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 - 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

เราปรับคำแนะนำ BCH เป็น “ซื้อ” จาก ถือ เนื่องจากเรามองว่าเป็นหุ้นที่ป้องกันความเสี่ยงด้านการลงทุนที่ดีจากวิกฤตโควิดที่ทวีความรุนแรงขึ้นในไทย ซึ่ง BCH จะได้ประโยชน์จากการระบาดของโควิดมากที่สุดในกลุ่ม และยังคงได้ประโยชน์ต่อเนื่องไปใน 1H22 เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรและเป้าหมายเป็น 30 บาท

ฐานกำไรใหม่ ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น “ซื้อ”

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ BCH เป็น “ซื้อ” จาก ถือ เนื่องจาก *ประการแรก* เรา มองว่า BCH เป็นการป้องกันความเสี่ยงในการลงทุนที่ดีจากวิกฤตโควิดที่ทวีความรุนแรงขึ้นในประเทศไทย BCH เป็นผู้ได้ประโยชน์จากการระบาดของโควิด-19 มากที่สุดในกลุ่มฯ โดยคาดว่าจะสร้างกำไรให้ราว 2 พันลบ. ในปีนี้ *ประการที่สอง* วิกฤตการณ์ยืดเยื้อนานกว่าที่เราคาดไว้ และเรามองว่าจะได้ประโยชน์ต่อเนื่องไปใน 1H22F *ประการที่สาม* การได้ประโยชน์จากโควิดที่มากกว่าคาด และมีฐานกำไรในระยะยาวที่ยั่งยืน ดังนั้นเราจึงปรับประมาณการกำไรขึ้น 37%, 31% และ 12% ในปี 2021-23F ตามลำดับ ซึ่งหมายความว่าฐานกำไรใหม่หลังโควิดจบลงในปี 2023F จะสูงกว่าปี 2019 ราว 69% และ *ประการสุดท้าย* ซื้อขายที่ 31.7 เท่า PE ในปี 2022F และ 34.1 เท่า ในปี 2023F เรามองว่า BCH ยังไม่แพงเกินไปเทียบกับค่าเฉลี่ย PE 3 ปีก่อนเกิดโควิด-19 ที่ 36.3 เท่า

ได้ประโยชน์จากโควิดมากที่สุด

BCH เป็นผู้ได้ประโยชน์จากโควิด-19 มากที่สุดในกลุ่มฯ ทั้งในส่วนของ การตรวจหาเชื้อโควิด เตียงในโรงพยาบาลและ hospitel และบริการวัคซีน ทั้งนี้เนื่องมาจาก 1) มีเครือข่ายโรงพยาบาลขนาดใหญ่ 14 แห่งทั่วประเทศ โดย 7 แห่งอยู่ในกรุงเทพฯ และปริมณฑล และ 2) เป็นเครือข่ายโรงพยาบาลที่เข้าร่วมโครงการรักษาพยาบาลของภาครัฐ (managed care) ที่ใหญ่ที่สุด ขณะที่โรงพยาบาลที่เน้นกลุ่มผู้ป่วยเงินสด ยังมีความกังวลที่จะจัดสรรเตียงและการรักษาพยาบาลแก่ผู้ป่วยโควิด เนื่องจากกังวลว่าจะส่งผลกระทบต่อผู้ป่วยเงินสดในโรคอื่น Exhibit 2 แสดงจำนวนเตียงสำหรับรองรับผู้ป่วยโควิดของแต่ละโรงพยาบาลในกลุ่มฯ ในขณะที่ BCH ได้รับการจัดสรรวัคซีน Moderna จำนวน 1.4 ล้านโดส (35% ของทั้งหมด 3.9 ล้านโดส ที่จำหน่ายโดยโรงพยาบาลเอกชน) เราคาดว่า BCH จะมีกำไรจากโควิดราว 400 ลบ. ใน 2Q21F, 900 ลบ. ใน 3Q21F, 600 ลบ. ใน 4Q21F และ 600 ลบ. ใน 1H22F

ผลกระทบจากผู้ป่วยเงินสดและผู้ป่วยประกันสังคม

เราคาดว่ารายได้ผู้ป่วยเงินสดและประกันสังคมของ BCH จะลดลง 9% และ 2% ในปี 2021F เนื่องจากการชะลอการเข้ามาใช้บริการโรงพยาบาลของผู้ป่วย และการเลื่อนผ่าตัดของผู้ป่วยที่ไม่เร่งด่วน (elective surgeries) ของโรงพยาบาลออกไป เราคาดว่ารายได้ผู้ป่วยเงินสดจะฟื้นตัว 24% และรายได้ผู้ป่วยประกันสังคมเติบโต 8% ในปี 2022F ด้วยการฟื้นตัวมีแนวโน้มแข็งแกร่งใน 2H22F หลังจำนวนผู้ติดเชื้อโควิดลดลงอย่างชัดเจน

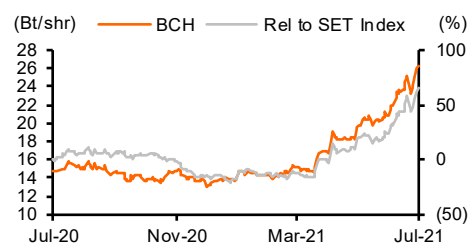
น่าจะได้ประโยชน์ไปจนถึงปี 2022F

เราคาดว่ากำไรของ BCH ใน 2Q21F จะเติบโต 135% y-y และ 102% q-q เป็น 655 ลบ. และคาดว่าจะเติบโตก้าวกระโดดอีกมาอยู่ที่ 1.3 พันลบ. ใน 3Q21F หรือเพิ่มขึ้น 204% y-y และ 92% q-q และด้วยสถานการณ์ในปัจจุบันมีการฉีดวัคซีนที่ช้าและมีผู้ติดเชื้อทะลุ 10,000 รายต่อวัน เราจึงคาดว่ากำไร 4Q21F จะยังคงอยู่ในระดับสูง และมีแนวโน้มต่อเนื่องไปใน 1H22F ซึ่งเราไม่คาดว่าจะการเติบโตจะติดลบ y-y สำหรับผลการดำเนินงานทั้งปี เราคาดว่าฐานกำไรของ BCH จะขยับขึ้นจากเฉลี่ย 1.1 พันลบ./ปี ในปี 2018-19 เป็น 3.1, 2.1 และ 1.9 พันลบ. ในปี 2021-23F ตามลำดับ

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	8,928	17,889	11,108	10,945
Net profit	1,229	3,077	2,064	1,921
Consensus NP	—	2,122	1,711	1,856
Diff frm cons (%)	—	45.0	20.6	3.5
Norm profit	1,229	3,077	2,064	1,921
Prev. Norm profit	—	2,249	1,578	1,715
Chg frm prev (%)	—	36.8	30.8	12.0
Norm EPS (Bt)	0.5	1.2	0.8	0.8
Norm EPS grw (%)	8.3	150.3	(32.9)	(6.9)
Norm PE (x)	53.2	21.3	31.7	34.1
EV/EBITDA (x)	28.4	14.8	22.6	22.2
P/BV (x)	9.5	7.4	6.9	6.4
Div yield (%)	0.9	2.6	1.7	1.8
ROE (%)	18.7	39.2	22.5	19.5
Net D/E (%)	82.4	53.7	20.5	4.3

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 20-Jul-21 (Bt)	26.25
Market Cap (US\$ m)	1,995.2
Listed Shares (m shares)	2,493.7
Free Float (%)	50.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	20.5
12M Price H/L (Bt)	26.00/13.00
Sector	Health Care
Major Shareholder	Harnphanich Family 50%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



Ex 1: Changes In Our Key Assumptions and Earnings Revisions

	2021F	2022F	2023F
Revenue from COVID-related services (Bt m) *			
- New	10,426	3,037	1,441
- Old	4,722	789	331
- Change (%)	120.8	284.7	335.0
BCH's normalized profit (Bt m)			
- New	3,077	2,064	1,921
- Old	2,249	1,578	1,715
- Change (%)	36.8	30.8	12.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

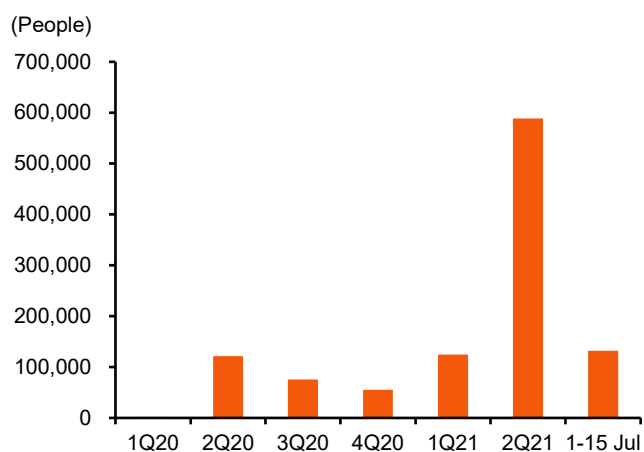
Note: * including COVID-19 patient treatment + COVID-19 tests + COVID-19 vaccinations

Ex 2: COVID Capacity

Hospitals	COVID beds in hospitals	COVID beds in hospitals and field hospitals	Lab tests capacity (cases/day)	Note
BCH	1,700	8,800	16,000	To increase "hospital" beds by 1,000 beds/week over the next few weeks
BDMS	2,000	500	7,000	-
BH	65	-	450	-
CHG	500-600	3,000	3,000	-
LPH	55	500	300	Hospital service launched in early June 2021
PR9	50-60	150	n.a.	-
RJH	260	270	1,000	Hospital service launched in early July 2021
RPH	27	100	300-400	Hospital service is scheduled for launch in late July 2021
THG	100-150	2,600	1,000	-

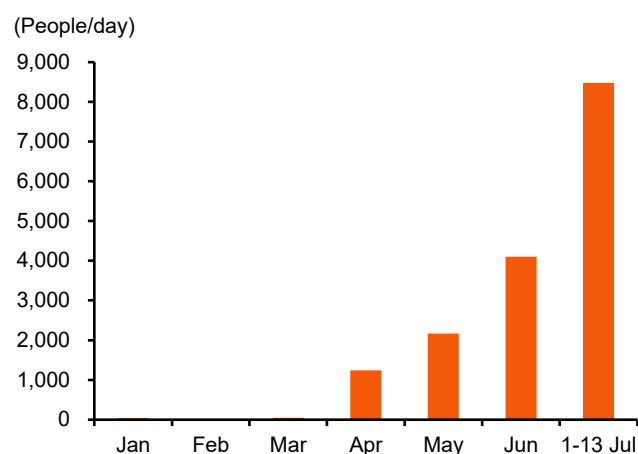
Sources: Company data, Thanachart compilation

Ex 3: # Of Swab Tests By BCH



Source: Company data

Ex 4: Hospitalized Patients @ BCH's Hospitals & Hospitels



Source: Company data

Ex 5: Kasemrad International Hospital Vientiane ...

Source: Company data

Ex 6: ... Inside The Hospital

Source: Company data

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	2,996	2,978	3,241	3,593	3,942	4,252	4,533	4,805	5,090	5,396	5,723	—
Free cash flow	4,483	3,000	3,068	3,346	3,488	3,785	4,053	4,302	4,551	4,817	5,100	106,454
PV of free cash flow	4,471	2,674	2,582	2,610	2,557	2,608	2,624	2,617	2,602	2,474	2,451	51,148
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.6											
WACC (%)	5.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value	81,417											
Net debt (end-2021F)	5,370											
Minority interest	1,167											
Equity value	74,880											
# of shares (m)	2,494											
Equity value/share (Bt)	30.0											

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	10,725	20.9	29.2	30.8	23.9	3.5	3.3	11.1	10.2	1.7	2.1
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	7,935	18.3	8.1	10.8	10.0	1.3	1.2	8.7	8.8	2.0	2.0
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	2,476	36.8	19.6	16.0	13.4	3.0	2.6	11.4	9.8	2.4	2.9
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	7,493	na	740.1	651.1	77.5	13.3	10.6	49.9	28.6	0.1	0.2
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	2,413	na	na	na	53.1	2.7	2.7	47.2	22.6	0.0	0.0
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	1,075	(10.3)	53.8	40.8	26.5	2.0	1.9	13.6	11.6	1.3	1.9
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	11,947	98.4	22.4	46.0	37.6	2.2	2.1	17.7	15.8	0.8	0.9
Ryman	RYM NZ	New Zealand	4,495	(7.6)	30.1	28.0	21.5	2.6	2.1	32.0	24.7	1.8	2.3
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	1,612	52.2	11.4	33.7	30.3	2.4	2.3	18.5	16.8	2.1	1.9
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	1,995	150.3	(32.9)	21.3	31.7	7.4	6.9	14.8	22.6	2.6	1.7
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	11,140	15.6	29.6	52.3	40.4	4.1	3.9	28.2	23.1	1.1	1.4
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	2,979	0.5	57.9	81.1	51.3	5.5	5.4	36.3	26.5	1.2	1.9
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	1,388	33.1	5.6	39.0	37.0	10.1	9.3	29.5	28.1	1.8	1.9
Ladprao General Hospital *	LPH TB	Thailand	138	49.6	(13.0)	20.4	23.4	2.9	2.8	11.4	12.2	3.9	3.4
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	256	19.1	22.1	35.0	28.6	2.0	1.9	14.0	11.6	1.3	1.6
Rajthanee Hospital *	RJH TB	Thailand	302	27.2	(1.3)	21.0	21.3	6.1	5.8	13.9	14.0	3.8	3.8
Ratchaphruek Hospital *	RPH TB	Thailand	105	16.0	19.6	31.6	26.4	2.5	2.4	16.1	14.3	2.5	3.0
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	783	na	123.4	166.2	74.4	3.3	3.2	26.6	22.5	0.4	0.9
Average				34.7	66.2	77.9	34.9	4.3	3.9	22.3	18.0	1.7	1.9

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 20 Jul 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

BCH ดำเนินกิจการโรงพยาบาลจำนวน 14 แห่ง ทั้งในกรุงเทพฯ และต่างจังหวัด โดยมีจำนวนเตียงที่ให้บริการทั้งหมด 2,114 เตียง ณ สิ้นปี 2Q21 ขณะที่ผู้ป่วยที่มาใช้บริการแบ่งออกเป็น 1) ผู้ป่วยเงินสด (รวมข้าราชการพลเรือน) และ 2) ผู้ป่วยภายใต้แผนการประกันสังคม บริษัทฯ เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในปี 2004

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; * CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้บริหารมีประสบการณ์ในธุรกิจโรงพยาบาลสูง โดยเฉพาะตลาดระดับกลาง และโครงการสุขภาพของภาครัฐ
- มีรายได้มาจากหลายทาง

O — Opportunity

- อุปทานโรงพยาบาลรัฐที่จำกัด
- การขยายขีดความสามารถในการให้บริการเพื่อหนุนความต้องการด้านการดูแลสุขภาพที่เพิ่มขึ้นในอนาคต
- การเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ
- จำนวนผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นจากประเทศเพื่อนบ้าน

W — Weakness

- BCH เป็นที่รู้จักในอุตสาหกรรมว่าเป็นโรงพยาบาลเอกชนที่ให้บริการแก่โครงการสุขภาพของภาครัฐที่ใหญ่ที่สุด ซึ่งอาจจะเป็นอุปสรรคต่อ BCH ในการขยายเข้าสู่ฐานลูกค้าใหม่

T — Threat

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

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	26.78	30.00	12%
Net profit 21F (Bt m)	2,122	3,077	45%
Net profit 22F (Bt m)	1,711	2,064	21%
Consensus REC	BUY: 15	HOLD: 5	SELL: 1

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากกลยุทธ์ของ BCH สามารถกระตุ้นลูกค้าเงินสดได้ไม่ใกล้เคียงกับที่เราคาดการณ์ไว้
- หากมีผู้ป่วยภายใต้ประกันสังคมของ BCH ต่ำกว่าที่เราคาด
- หากโรงพยาบาลใหม่ของ BCH พื้นตัวซ้ำกว่าที่เราคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อรายได้จากบริการที่เกี่ยวข้องกับโควิด-19 และการขายวัคซีนของ BCH

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Earnings set to reach a new, higher base

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	8,880	8,928	17,889	11,108	10,945
Cost of sales	6,052	5,975	12,241	7,643	7,456
Gross profit	2,828	2,953	5,648	3,464	3,489
% gross margin	31.8%	33.1%	31.6%	31.2%	31.9%
Selling & administration expenses	1,232	1,213	1,737	1,368	1,431
Operating profit	1,597	1,741	3,911	2,096	2,059
% operating margin	18.0%	19.5%	21.9%	18.9%	18.8%
Depreciation & amortization	665	788	872	900	919
EBITDA	2,261	2,529	4,783	2,996	2,978
% EBITDA margin	25.5%	28.3%	26.7%	27.0%	27.2%
Non-operating income	116	93	572	897	641
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(131)	(132)	(129)	(106)	(47)
Pre-tax profit	1,582	1,702	4,354	2,887	2,653
Income tax	286	313	853	554	497
After-tax profit	1,296	1,389	3,501	2,333	2,156
% net margin	14.6%	15.6%	19.6%	21.0%	19.7%
Shares in affiliates' Earnings	2	3	2	2	2
Minority interests	(163)	(163)	(425)	(271)	(237)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	1,135	1,229	3,077	2,064	1,921
Normalized profit	1,135	1,229	3,077	2,064	1,921
EPS (Bt)	0.5	0.5	1.2	0.8	0.8
Normalized EPS (Bt)	0.5	0.5	1.2	0.8	0.8

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	4,806	2,948	2,756
Cash & cash equivalent	879	946	302	302	302
Account receivables	1,817	2,303	3,921	2,282	2,099
Inventories	231	250	503	314	306
Others	40	40	80	50	49
Investments & loans	37	32	32	32	32
Net fixed assets	9,615	11,438	11,126	10,626	10,107
Other assets	1,497	1,519	3,044	1,890	1,863
Total assets	14,116	16,527	19,008	15,496	14,758
LIABILITIES:					
Current liabilities:	2,186	5,667	6,215	3,254	2,233
Account payables	494	565	1,140	712	695
Bank overdraft & ST loans	419	2,165	1,702	763	243
Current LT debt	299	2,121	1,588	712	227
Others current liabilities	974	816	1,785	1,067	1,069
Total LT debt	4,760	2,946	2,382	1,068	340
Others LT liabilities	192	288	415	257	254
Total liabilities	7,137	8,901	9,012	4,579	2,827
Minority interest	730	742	1,167	1,438	1,675
Preferreds 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	5,782	6,432	7,209
Shareholders' equity	6,248	6,885	8,829	9,479	10,256
Liabilities & equity	14,116	16,527	19,008	15,496	14,758

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	4,354	2,887	2,653
Tax paid	(289)	(291)	(732)	(647)	(503)
Depreciation & amortization	665	788	872	900	919
Chg In working capital	(308)	(433)	(1,296)	1,399	174
Chg In other CA & CL / minorities	(28)	(327)	783	(593)	10
Cash flow from operations	1,622	1,438	3,980	3,946	3,253
Capex	(1,753)	(2,605)	(560)	(400)	(400)
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	(1,371)	997	24
Cash flow from investments	(1,678)	(2,532)	(1,931)	597	(376)
Debt financing	778	1,754	(1,560)	(3,129)	(1,733)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(549)	(574)	(1,133)	(1,414)	(1,144)
Warrants & other surplus	(40)	(19)	0	0	0
Cash flow from financing	190	1,161	(2,693)	(4,543)	(2,877)
Free cash flow	(131)	(1,167)	3,420	3,546	2,853

VALUATION

2022F PE is not yet fully valued

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	57.7	53.2	21.3	31.7	34.1
Normalized PE - at target price (x)	65.9	60.9	24.3	36.3	38.9
PE (x)	57.7	53.2	21.3	31.7	34.1
PE - at target price (x)	65.9	60.9	24.3	36.3	38.9
EV/EBITDA (x)	31.0	28.4	14.8	22.6	22.2
EV/EBITDA - at target price (x)	35.1	32.1	16.8	25.7	25.3
P/BV (x)	10.5	9.5	7.4	6.9	6.4
P/BV - at target price (x)	12.0	10.9	8.5	7.9	7.3
P/CFO (x)	40.4	45.5	16.4	16.6	20.1
Price/sales (x)	7.4	7.3	3.7	5.9	6.0
Dividend yield (%)	0.9	0.9	2.6	1.7	1.8
FCF Yield (%)	(0.2)	(1.8)	5.2	5.4	4.4
(Bt)					
Normalized EPS	0.5	0.5	1.2	0.8	0.8
EPS	0.5	0.5	1.2	0.8	0.8
DPS	0.2	0.2	0.7	0.5	0.5
BV/share	2.5	2.8	3.5	3.8	4.1
CFO/share	0.7	0.6	1.6	1.6	1.3
FCF/share	(0.1)	(0.5)	1.4	1.4	1.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

Strong financial status

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	10.0	0.5	100.4	(37.9)	(1.5)
Net profit (%)	4.2	8.3	150.3	(32.9)	(6.9)
EPS (%)	4.2	8.3	150.3	(32.9)	(6.9)
Normalized profit (%)	4.2	8.3	150.3	(32.9)	(6.9)
Normalized EPS (%)	4.2	8.3	150.3	(32.9)	(6.9)
Dividend payout ratio (%)	50.5	46.7	55.0	55.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	31.8	33.1	31.6	31.2	31.9
Operating margin (%)	18.0	19.5	21.9	18.9	18.8
EBITDA margin (%)	25.5	28.3	26.7	27.0	27.2
Net margin (%)	14.6	15.6	19.6	21.0	19.7
D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.9	0.6	0.2	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.8	0.5	0.2	0.0
Interest coverage - EBIT (x)	12.2	13.2	30.3	19.9	43.9
Interest coverage - EBITDA (x)	17.3	19.1	37.1	28.4	63.4
ROA - using norm profit (%)	8.5	8.0	17.3	12.0	12.7
ROE - using norm profit (%)	19.0	18.7	39.2	22.5	19.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	21.7	21.2	44.6	25.5	21.8
- asset turnover (x)	0.7	0.6	1.0	0.6	0.7
- operating margin (%)	19.3	20.5	25.1	26.9	24.7
- leverage (x)	2.2	2.3	2.3	1.9	1.5
- interest burden (%)	92.4	92.8	97.1	96.5	98.3
- tax burden (%)	81.9	81.6	80.4	80.8	81.3
WACC (%)	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
ROIC (%)	13.5	13.1	23.9	11.9	14.3
NOPAT (Bt m)	1,308	1,421	3,144	1,694	1,673
invested capital (Bt m)	10,847	13,171	14,199	11,720	10,764

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประเมินราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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 91 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, EA16C2107A, EA16C2108A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GULF16C2107A, GUNK16C2108A, GUNK16C2110A, HANA16C2107A, IRPC16C2108A, IRPC16C2110A, IVL16C2107A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, JMT16C2110A, KBAN16C2111A, KBAN16C2107A, KBAN16C2108A, KBAN16C2109A, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, MINT16C2107A, MINT16C2109A, MTC16C2108A, MTC16C2109A, OR16C2107A, OR16C2108A, OR16C2109A, PRM16C2109A, PTG16C2107A, PTG16C2109A, PTT16C2109A, PTTG16C2111A, PTTG16C2108A, PTTG16C2110A, RBF16C2110A, RS16C2108A, RS16C2109A, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016P2112A, S5016C2109C, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016P2109A, S5016P2109B, SAWA16C2107A, SCGP16C2107A, SCGP16C2109A, STA16C2107A, STEC16C2110A, 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, EA, EGCO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTGC, RBF, RS, SET50, SAWAD, SCGP, STA, STEC, TASC, TQM, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัททนธนชาติ 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)

บริษัททนธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศวีณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ 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 สวานอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวานอุตสาหกรรมโรจนะ 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 ประสิทธิ์สุทัศน์

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, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรชดา 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 จิตกุล

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 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
