

BUY Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 26.00 (Unchanged)

Upside : 25.6%

13 MAY 2021

Bangkok Dusit Medical (BDMS TB)

ผู้ป่วยต่างชาติยังคงไม่ฟื้นตัว

เรามองว่ารายได้จากบริการที่เกี่ยวข้องกับโควิด-19 จะชดเชยผลลบจากผู้ป่วยไทยที่อ่อนแอ แต่การฟื้นตัวของผู้ป่วยต่างชาติที่ล่าช้าออกไป ทำให้เราปรับลดกำไรปี 2021F ลง 3% จากแนวโน้มการฟื้นตัวของกำไรของ BDMS ที่ยังไม่เปลี่ยนแปลง โดยคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ย 23% ต่อปี ในปี 2021-22F และมูลค่าหุ้นที่ไม่แพง เราจึงยังคงคำแนะนำ “ซื้อ”



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

โควิด ระลอก 3 ส่งผลกระทบต่อผู้ป่วยทั่วไป

เนื่องจากโควิด-19 ระลอก 3 รัฐบาลไทยจึงกลับมากำหนดให้ผู้โดยสารขาเข้าระหว่างประเทศต้องกักกัน 14 วัน เริ่มตั้งแต่วันที่ 1 พ.ค. 2021 นอกจากนี้รัฐบาลยังประกาศให้ชะลอการรับคนเข้าพักในโรงพยาบาลทางเลือกตั้งแต่วันที่ 19 เม.ย.2021 จนกว่าการระบาดของโควิด-19 ในไทยจะลดลง ซึ่งส่งผลโดยตรงต่อการบินเข้ามาของผู้ป่วยต่างชาติ ในขณะที่ผู้ป่วยทั้งชาวไทยและชาวต่างชาติที่อยู่ในไทยของ BDMS ได้รับผลกระทบเล็กน้อย แต่จำนวนผู้ป่วยยังคงแข็งแกร่งกว่าช่วงเดียวกันของปีก่อน เพราะไม่มีการล็อกดาวน์เช่นปีที่แล้ว และผู้คนรับมือกับโควิด-19 ได้ดีขึ้น

บริการเกี่ยวกับโควิด

ไม่เหมือนกับโควิด-19 สองระลอกแรกในไทย การระบาดระลอก 3 นี้ BDMS ได้รายได้มากขึ้นจากการให้บริการที่เกี่ยวข้องกับโควิด เนื่องจากเกิดการระบาดไปทุกกลุ่มทั่วประเทศ โรงพยาบาล 47 แห่งของ BDMS ยังตั้งอยู่ใน 20 จังหวัดหลักของประเทศไทย ชัดความสามารถในการรองรับการทดสอบโควิด-19 ของ BDMS เพิ่มขึ้นเป็นเกือบ 7,000 รายต่อวัน ในต้นเดือนพ.ค. และจำนวนผู้มาทดสอบยังคงสูงที่ระดับสูงกว่า 3,000 รายต่อวัน ในเดือนพ.ค. เทียบกับเฉลี่ย 3,800 ราย ในเดือนเม.ย. นอกจากนี้ BDMS ยังได้ร่วมมือกับโรงแรม 5 แห่ง ในการให้บริการ Hospitel ด้วยมีจำนวนห้องพักทั้งหมด 533 ห้อง ในเดือนพ.ค. เพิ่มขึ้นจาก 333 ห้อง ในเดือนเม.ย. BDMS ยังจัดสรรเตียงในเครือโรงพยาบาลเพื่อรองรับผู้ป่วยโควิด-19 โดยมีหอผู้ป่วยแยกโรค (Cohort Ward) รองรับผู้ป่วยได้รวม 1,900 เตียง (31% ของจำนวนเตียงที่ใช้งานทั้งหมด) ในต้นเดือนพ.ค. เทียบกับ 669 เตียง ในต้นเดือนเม.ย. อัตราการเข้าพักรักษาอยู่ที่ราว 75%

กำไร 2Q21F คาดว่าจะเติบโตแข็งแกร่ง

แม้ว่าโควิด-19 ระลอก 3 จะกระทบผู้ป่วยปกติทั้งชาวไทยและชาวต่างชาติ แต่ด้วยผลจากฐานที่ต่ำใน 2Q20 เนื่องจากการล็อกดาวน์ประเทศในช่วงการระบาดของโควิด-19 ระลอกแรก ซึ่งส่งผลกระทบต่อทั้งผู้ป่วยชาวไทยและชาวต่างชาติ และผลของการระบาดระลอก 2 ต่อผู้ป่วยชาวไทยใน 1Q21 ประกอบกับรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากการตรวจและการรักษาโควิด และการให้บริการของ Hospitel ใน 2Q21F เราจึงคาดว่าผลการดำเนินงาน 2Q21 ของ BDMS จะเติบโตอย่างมาก y-y และน่าจะเติบโตได้เมื่อเทียบ q-q

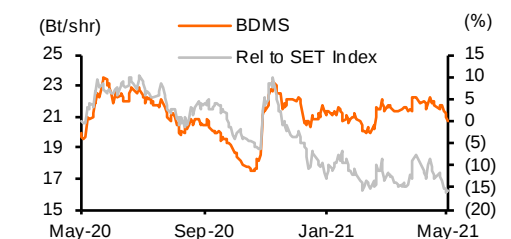
คาด EPS เติบโต 23% ต่อปีในปี 2021-22F; แนะนำ “ซื้อ”

เรามองว่ารายได้จากบริการที่เกี่ยวข้องกับโควิด-19 จะชดเชยผลลบจากผู้ป่วยไทยที่อ่อนแอ แต่การฟื้นตัวของผู้ป่วยต่างชาติที่ล่าช้าออกไป ทำให้เราปรับลดกำไรปี 2021F ลง 3% ในปี 2021 แต่เรายังคงประมาณการปี 2022-32F และราคาเป้าหมายของเราที่ 26.0 บาท/หุ้น เช่นเดิม เรามองว่า BDMS จะยังคงมีเรื่องราวการฟื้นตัวของผลการดำเนินงานเช่นเดิม โดยได้แรงหนุนจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากบริการที่เกี่ยวข้องกับโควิด-19 จำนวนผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นและอัตรากำไรที่ขยายตัว เราคาดว่า BDMS จะมี EPS เติบโตที่ 16% ในปี 2021F และ 30% ในปี 2022F เทียบกับ -36% ในปี 2020 การซื้อขายที่ 2021F PE to two-year EPS CAGR (2020-22F) ที่ 2.1 เท่า นั้นไม่แพงคงคำแนะนำ “ซื้อ”

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	65,166	67,539	80,806	92,252
Net profit	7,214	6,987	9,052	10,811
Consensus NP	—	7,536	9,364	10,464
Diff frm cons (%)	—	(7.3)	(3.3)	3.3
Norm profit	6,045	6,987	9,052	10,811
Prev. Norm profit	—	7,214	9,050	10,811
Chg frm prev (%)	—	(3.1)	0.0	0.0
Norm EPS (Bt)	0.4	0.4	0.6	0.7
Norm EPS grw (%)	(36.3)	15.6	29.6	19.4
Norm PE (x)	54.4	47.1	36.3	30.4
EV/EBITDA (x)	28.5	25.4	20.8	17.9
P/BV (x)	3.7	3.7	3.5	3.3
Div yield (%)	2.7	1.2	1.5	1.8
ROE (%)	7.0	7.9	10.0	11.3
Net D/E (%)	(0.2)	(1.8)	(6.3)	(11.9)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 13-May-21 (Bt)	20.70
Market Cap (US\$ m)	10,477.2
Listed Shares (m shares)	15,892.0
Free Float (%)	66.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	28.0
12M Price H/L (Bt)	23.50/17.50
Sector	Health Care
Major Shareholder	Prasartong-Osoth Family 19.23%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2021F	2022F	2023F
Foreign patient growth - OPD (%)			
- New	(5.0)	21.5	15.0
- Old	5.0	10.0	15.0
- Change (pp)	(10.0)	11.5	0.0
Foreign patient growth - IPD (%)			
- New	(10.0)	52.0	27.0
- Old	5.0	30.0	27.0
- Change (pp)	(15.0)	22.0	0.0
Normalized profit (Bt m)			
- New	6,987	9,052	10,811
- Old	7,214	9,050	10,811
- Change (%)	(3.1)	0.0	0.0

Source: Thanachart estimates

Ex 2: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2021F

(Bt m)	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	12,393	15,014	17,179	18,974	20,737	22,543	24,348	26,218	28,221	30,368	32,668	35,135	—
Free cash flow	9,129	11,137	13,322	15,219	16,471	18,122	19,763	21,430	23,168	25,013	26,974	29,057	602,397
PV of free cash flow	9,104	9,921	11,200	12,073	12,056	12,462	12,768	13,005	13,209	13,398	12,919	13,013	269,784
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	0.6												
WACC (%)	6.0												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	414,911												
Net debt (end-2020)	(148)												
Minority interest	3,553												
Equity value	411,506												
# of shares (m)	15,892												
Equity value/share (Bt)	26.00												

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	11,188	21.5	27.6	30.4	23.8	3.5	3.3	11.1	10.1	1.8	2.2
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	7,432	8.3	9.6	10.8	9.9	1.2	1.1	7.8	7.6	2.0	2.0
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	1,925	34.7	20.9	12.6	10.4	2.3	2.0	9.1	7.8	3.1	3.7
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	6,260	na	588.8	454.0	65.9	10.9	9.5	42.8	24.5	0.1	0.3
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	2,373	na	na	na	62.7	2.6	2.5	46.2	22.7	0.0	0.0
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	1,049	27.6	21.6	27.3	22.4	2.0	1.9	12.1	10.8	1.8	2.2
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	11,598	95.2	18.7	44.3	37.3	2.2	2.0	17.4	15.6	0.8	0.9
Ryman	RYM NZ	New Zealand	5,275	(6.0)	33.6	31.2	23.3	2.9	2.6	34.3	26.9	1.6	2.1
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	1,482	39.1	9.4	33.1	30.3	2.2	2.1	17.5	15.7	2.4	2.2
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	1,446	33.4	(11.3)	27.7	31.2	5.8	5.4	16.5	17.2	1.8	1.8
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	10,477	15.6	29.6	47.1	36.3	3.7	3.5	25.4	20.8	1.2	1.5
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	3,201	0.5	57.9	83.4	52.8	5.6	5.5	37.3	27.3	1.2	1.9
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	1,065	23.2	6.7	31.0	29.0	7.5	6.9	19.9	18.6	2.3	2.4
Ladprao General Hospital *	LPH TB	Thailand	118	12.5	5.7	22.1	20.9	2.4	2.4	11.9	11.7	3.6	3.8
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	247	19.1	22.1	32.2	26.4	1.8	1.7	12.7	10.5	1.4	1.7
Rajthanee Hospital *	RJH TB	Thailand	272	15.3	4.3	20.0	19.1	5.3	5.0	14.0	13.9	4.0	4.2
Ratchaphruek Hospital *	RPH TB	Thailand	87	16.0	19.6	25.0	20.9	2.0	1.9	12.8	11.3	3.2	3.8
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	676	na	123.4	137.4	61.5	2.7	2.6	22.9	19.3	0.5	1.1
Average				23.7	58.1	62.9	32.5	3.7	3.4	20.6	16.2	1.8	2.1

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 13 May 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด (มหาชน) ก่อตั้งเมื่อปี 1969 และเปิดดำเนินงานโรงพยาบาลเอกชนเป็นครั้งแรกในนาม “โรงพยาบาลกรุงเทพ” ในปี 1972 ปัจจุบัน BDMS เป็นผู้ประกอบการโรงพยาบาลเอกชนรายใหญ่ที่สุดในประเทศไทยในแง่ของรายได้ผู้ป่วย และมูลค่าตามราคาตลาด โดยบริษัท เน้นเจาะตลาดในกรุงเทพฯ และตลาดที่มีอัตราการเติบโตสูงทั่วประเทศ

Source: Thanachart

THANACHART’S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เนื่องจาก BDMS ดำเนินงานบริหารโรงพยาบาล 47 แห่ง ทั่วประเทศ (รวมทั้งกลุ่มพญาไท และเปาโล) และสองโรงพยาบาลในกัมพูชา จึงมีการกระจายความเสี่ยงของรายได้
- งบดุลค่อนข้างแข็งแกร่ง และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสุทธิที่ต่ำจะเพิ่มความสามารถในการขยายธุรกิจ และเข้าซื้อกิจการ

O — Opportunity

- รายได้ที่เพิ่มขึ้นทำให้ประชาชนสามารถจ่ายใช้สอยมากขึ้นเพื่อให้ได้รับการบริการด้านสุขภาพที่มีคุณภาพดีขึ้นจากโรงพยาบาลเอกชน
- ประชากรสูงอายุต้องการการรักษายาบาลที่มีความซับซ้อนมากขึ้น
- ประเทศไทยเป็นประเทศที่มีอัตราค่ารักษายาบาลที่ต่ำและมีคุณภาพการรักษายาบาลที่สูงสำหรับการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์

CONSENSUS COMPARISON

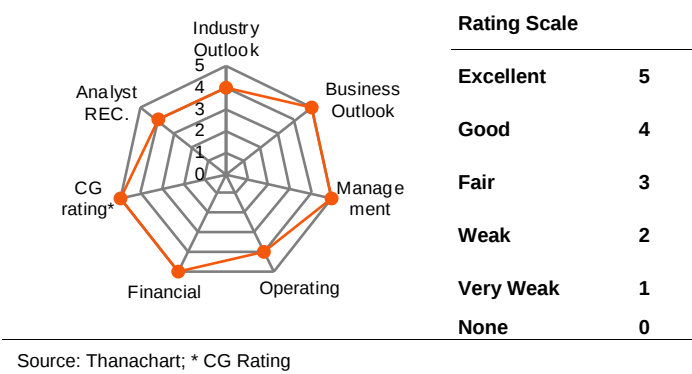
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	25.30	26.00	3%
Net profit 21F (Bt m)	7,536	6,987	-7%
Net profit 22F (Bt m)	9,364	9,052	-3%
Consensus REC	BUY: 22	HOLD: 6	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2021-22F ของเรต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของผู้ป่วยต่างชาติ เนื่องจากโควิด-19
- แต่เรามองบวกมากขึ้นต่อแนวโน้มในระยะยาวของ BDMS เนื่องจากมีเครือข่ายบริการที่แข็งแกร่ง

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



W — Weakness

- เนื่องจากค่าเสื่อมราคามีสัดส่วนราว 10% ของรายได้ในปี 2020 กำไรของ BDMS จึงมีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของรายได้ และสถานะเศรษฐกิจ

T — Threat

- การแข่งขันเพิ่มขึ้นจากคู่แข่งในภูมิภาค อย่างเช่นโรงพยาบาลในประเทศสิงคโปร์
- การชะลอตัวของเศรษฐกิจ
- ความเสี่ยงด้านการเมือง และนโยบายของภาครัฐ
- ภัยธรรมชาติ และการระบาดของโรค

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ผลประกอบการของอาคารใหม่อาจให้ผลตอบแทนต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ หากมีการแข่งขันที่มากขึ้นระหว่างโรงพยาบาลเอกชนเดิมที่อยู่ในอุตสาหกรรมหรือผู้ประกอบการรายใหม่
- จำนวนผู้ป่วยชาวไทยและต่างชาติต่ำกว่าที่เราคาดไว้
- หาก BDMS Wellness Clinic ใช้เวลาในการกลับมาเปิดต่ำกว่าที่เราคาด
- หาก Adjusted Relative Weight (RW) ภายใต้โครงการประกันสังคมลดลงจะส่งผลกระทบต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

COVID-related services
help to support 2021F
revenue

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	79,630	65,166	67,539	80,806	92,252
Cost of sales	54,277	46,371	47,410	55,698	63,040
Gross profit	25,354	18,795	20,128	25,108	29,212
% gross margin	31.8%	28.8%	29.8%	31.1%	31.7%
Selling & administration expenses	17,447	14,161	14,412	17,058	19,285
Operating profit	7,907	4,634	5,716	8,050	9,926
% operating margin	9.9%	7.1%	8.5%	10.0%	10.8%
Depreciation & amortization	5,752	6,909	7,184	7,478	7,763
EBITDA	13,659	11,543	12,901	15,528	17,689
% EBITDA margin	17.2%	17.7%	19.1%	19.2%	19.2%
Non-operating income	4,263	3,935	4,390	4,674	4,864
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(929)	(871)	(846)	(776)	(552)
Pre-tax profit	11,241	7,699	9,260	11,948	14,238
Income tax	2,350	1,491	1,852	2,390	2,848
After-tax profit	8,892	6,207	7,408	9,558	11,390
% net margin	11.2%	9.5%	11.0%	11.8%	12.3%
Shares in affiliates' Earnings	1,022	273	30	33	36
Minority interests	(492)	(435)	(451)	(539)	(616)
Extraordinary items	6,095	1,169	0	0	0
NET PROFIT	15,517	7,214	6,987	9,052	10,811
Normalized profit	9,422	6,045	6,987	9,052	10,811
EPS (Bt)	1.0	0.5	0.4	0.6	0.7
Normalized EPS (Bt)	0.6	0.4	0.4	0.6	0.7

BALANCE SHEET

No significant new
investments in 2021-23

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	16,325	30,013	30,150	31,576	32,660
Cash & cash equivalent	5,596	20,939	20,773	20,773	20,773
Account receivables	8,850	7,192	7,402	8,634	9,604
Inventories	1,843	1,855	1,948	2,136	2,245
Others	36	27	28	33	38
Investments & loans	18,004	1,542	1,542	1,542	1,542
Net fixed assets	78,440	81,313	80,637	79,672	78,420
Other assets	20,893	23,182	23,798	27,729	31,108
Total assets	133,662	136,050	136,127	140,520	143,730
LIABILITIES:					
Current liabilities:	19,263	11,220	11,640	13,449	15,230
Account payables	5,990	4,450	4,546	5,341	6,045
Bank overdraft & ST loans	90	90	0	0	0
Current LT debt	5,210	107	96	73	42
Others current liabilities	7,973	6,573	6,999	8,035	9,143
Total LT debt	19,130	20,594	19,009	14,554	8,427
Others LT liabilities	8,087	12,773	12,868	14,727	16,319
Total liabilities	46,480	44,588	43,518	42,730	39,976
Minority interest	3,368	3,553	4,003	4,543	5,159
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,589	1,589	1,589	1,589	1,589
Share premium	30,166	30,166	30,166	30,166	30,166
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	6,174	8,880	8,880	8,880	8,880
Retained earnings	45,884	47,275	47,971	52,612	57,960
Shareholders' equity	83,813	87,910	88,605	93,247	98,595
Liabilities & equity	133,662	136,050	136,127	140,520	143,730

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

No cash-flow risk, in our view

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	11,241	7,699	9,260	11,948	14,238
Tax paid	(2,200)	(800)	(2,244)	(1,860)	(2,741)
Depreciation & amortization	5,752	6,909	7,184	7,478	7,763
Chg In working capital	(564)	106	(207)	(626)	(375)
Chg In other CA & CL / minorities	549	(2,060)	846	534	1,034
Cash flow from operations	14,779	11,853	14,840	17,474	19,918
Capex	(9,645)	(9,286)	(6,000)	(6,000)	(6,000)
Right of use	0	(3,811)	(400)	(400)	(400)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	5,170	16,462	0	0	0
Adj for asset revaluation	(5)	2,705	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	6,986	6,881	(628)	(2,186)	(1,897)
Cash flow from investments	2,506	12,951	(7,028)	(8,586)	(8,297)
Debt financing	(15,520)	(3,638)	(1,686)	(4,477)	(6,158)
Capital increase	5,447	0	0	0	0
Dividends paid	(6,941)	(4,741)	(6,292)	(4,411)	(5,462)
Warrants & other surplus	(526)	(1,082)	0	0	0
Cash flow from financing	(17,539)	(9,461)	(7,978)	(8,888)	(11,621)
Free cash flow	5,134	2,567	8,840	11,474	13,918

VALUATION

We regard BDMS's valuation as inexpensive

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	34.7	54.4	47.1	36.3	30.4
Normalized PE - at target price (x)	43.5	68.4	59.1	45.6	38.2
PE (x)	21.1	45.6	47.1	36.3	30.4
PE - at target price (x)	26.4	57.3	59.1	45.6	38.2
EV/EBITDA (x)	25.3	28.5	25.4	20.8	17.9
EV/EBITDA - at target price (x)	31.4	35.8	31.9	26.2	22.7
P/BV (x)	3.9	3.7	3.7	3.5	3.3
P/BV - at target price (x)	4.9	4.7	4.7	4.4	4.2
P/CFO (x)	22.1	27.8	22.2	18.8	16.5
Price/sales (x)	4.1	5.0	4.9	4.1	3.6
Dividend yield (%)	2.7	2.7	1.2	1.5	1.8
FCF Yield (%)	1.6	0.8	2.7	3.5	4.2
(Bt)					
Normalized EPS	0.6	0.4	0.4	0.6	0.7
EPS	1.0	0.5	0.4	0.6	0.7
DPS	0.6	0.6	0.2	0.3	0.4
BV/share	5.3	5.5	5.6	5.9	6.2
CFO/share	0.9	0.7	0.9	1.1	1.3
FCF/share	0.3	0.2	0.6	0.7	0.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

*Earnings on a turnaround
trend in 2021-23F*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	7.2	(18.2)	3.6	19.6	14.2
Net profit (%)	68.8	(53.5)	(3.1)	29.6	19.4
EPS (%)	66.7	(53.8)	(3.1)	29.6	19.4
Normalized profit (%)	(5.0)	(35.8)	15.6	29.6	19.4
Normalized EPS (%)	(6.2)	(36.3)	15.6	29.6	19.4
Dividend payout ratio (%)	56.3	121.2	55.0	55.0	55.0
Operating performance					
Gross margin (%)	31.8	28.8	29.8	31.1	31.7
Operating margin (%)	9.9	7.1	8.5	10.0	10.8
EBITDA margin (%)	17.2	17.7	19.1	19.2	19.2
Net margin (%)	11.2	9.5	11.0	11.8	12.3
D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	0.2	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
Interest coverage - EBIT (x)	8.5	5.3	6.8	10.4	18.0
Interest coverage - EBITDA (x)	14.7	13.3	15.2	20.0	32.0
ROA - using norm profit (%)	7.1	4.5	5.1	6.5	7.6
ROE - using norm profit (%)	12.2	7.0	7.9	10.0	11.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	11.5	7.2	8.4	10.5	11.9
- asset turnover (x)	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
- operating margin (%)	15.3	13.2	15.0	15.7	16.0
- leverage (x)	1.7	1.6	1.5	1.5	1.5
- interest burden (%)	92.4	89.8	91.6	93.9	96.3
- tax burden (%)	79.1	80.6	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
ROIC (%)	6.0	3.6	5.2	7.4	9.1
NOPAT (Bt m)	6,254	3,737	4,573	6,440	7,941
invested capital (Bt m)	102,647	87,762	86,937	87,101	86,291

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัท ก่อน

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 64 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2105A, ADVA16C2107A, AEON16C2108A, AEON16C2105A, AOT16C2106A, BAM16C2107A, BANP16C2107A, BBL16C2106A, BDMS16C2105A, BGR16C2107A, BPP16C2106A, CBG16C2109A, CBG16C2108A, COM716C2107A, CPAL16C2106A, CPF16C2108A, CPF16C2107A, DELT16C2108A, EA16C2108A, EA16C2107A, GLOB16C2105A, GPSC16C2109A, GPSC16C2106A, GULF16C2107A, GUNK16C2108A, HANA16C2107A, IRPC16C2108A, IRPC16C2105A, IVL16C2107A, KBAN16C2108A, KBAN16C2107A, KCE16C2109A, KCE16C2106A, KKP16C2105A, KTC16C2105A, KTC16C2106A, MINT16C2107A, MTC16C2108A, OR16C2108A, OR16C2106A, OR16C2107A, PRM16C2105A, PTG16C2105A, PTG16C2107A, PTT16C2109A, PTT16C2105A, PTTE16C2105A, PTTG16C2108A, RS16C2108A, S5016P2109A, S5016C2109A, S5016C2106B, S5016P2106C, S5016C2106A, S5016P2106A, S5016P2106B, SAWA16C2105A, SAWA16C2107A, SCB16C2106A, SCGP16C2107A, STA16C2107A, TASC16C2107A, TISC16C2105A, TQM16C2108A (underlying securities are ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BBL, BDMS, BGRIM, BPP, CBG, COM7, CPALL, CPF, DELTA, EA, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, KBANK, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RS, SAWAD, SCB, SCGP, STA, SET50, TASCO, TISCO, 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 ปทุมไรสมิล 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 มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หม่อศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศิณี ไตรลจะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีควิเบนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีควิเบนท์ 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 นิการกุล, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุญนาค

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรชดา สรทรง

Tel: 662-779-9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี, กระดาษ

จักร เรืองสินัญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

Tel: 662-779-9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, สินค้า, Property Fund, REITs, บ้านเช่า

รดา ลิ้มสุทธวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุณภัย

Tel: 662-779-9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

ลาภินี ทิพย์มณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัตร

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุกษสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์

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