

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 27.00

(From: Bt 26.00)

13 AUGUST 2021

Upside : 17.4%

Bangkok Dusit Medical (BDMS TB)

เติบโตทั้งในช่วงโควิดและหลังโควิด

เรามองว่า BDMS เป็นทางเลือกในการลงทุนที่ดี ด้วยมีรายได้จากบริการโควิดในปีนี้ และการฟื้นตัวของผู้ป่วยเงินสดที่เป็นโรคร้ายแรงและผู้ป่วยต่างชาติในสองปีข้างหน้า ด้วยเหตุนี้ หลังจากกำไรเติบโต 16% ในปีนี้ กำไรยังเติบโตในระดับเลขสองหลักในปี 2022-23F เราเชื่อว่าถึงเวลาเข้า "ซื้อ"



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 - 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

ลงทุนได้ทั้งในช่วงโควิดและหลังโควิด

เรามองว่า BDMS เป็นทางเลือกสำหรับนักลงทุนที่มองหาหุ้นที่ฟื้นตัวหลังโควิด-19 โดยกำไรแนวโน้มไม่แย่ใน 2H21F BDMS ตัดสินใจที่จะเพิ่มขีดความสามารถในการให้บริการโควิด (Exhibit 1) ซึ่งต่างจากโรงพยาบาลระดับบนอื่นที่มีแนวโน้มให้บริการโควิดน้อยกว่าโรงพยาบาลระดับกลาง และเราคาดว่ากำไรจะเติบโต 16% ในปี 2021F ซึ่งบริการโควิดคิดเป็น 24% ของกำไรรวม สำหรับเรื่องราวการฟื้นตัวหลังวิกฤตโควิด เรามองว่า BDMS จะมี EPS เติบโตขึ้น 16% ในปี 2022F เทียบกับโรงพยาบาลระดับกลางอื่นที่กำไรหดตัวลงเฉลี่ย 20% ในทวิเคระห์นี้ เราปรับกำไรปี 2021F เล็กน้อย แต่ปรับลดปี 2022-23F ลง 10-11.5% สะท้อนการฟื้นตัวของรายได้ผู้ป่วยไทยและต่างชาติที่ชะลอตัวลง เราปรับมาใช้ฐาน 2022F ได้ราคาเป้าหมายที่ 27 บาท (จาก 26 บาท) คงคำแนะนำ "ซื้อ"

เพิ่มขีดความสามารถในการให้บริการโควิด

BDMS เป็นเครือข่ายโรงพยาบาลที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย ด้วยมี 49 โรงพยาบาล ซึ่งราว 30% เป็นโรงพยาบาลระดับกลาง ปัจจุบัน BDMS จัดสรรเตียง 2,850 เตียง (45% ของเตียงทั้งหมด) ในโรงพยาบาลเพื่อให้บริการโควิด เพิ่มขึ้น 50% จากเดือนพ.ค. และยังเพิ่มจำนวนเตียงให้บริการที่ hospitel และโรงพยาบาลสนามอีก 707% เป็น 4,300 เตียง อีกทั้งยังเพิ่มขีดความสามารถในการตรวจหาเชื้อโควิดเพิ่มอีก 41% จากเดือนพ.ค. เป็น 8,600 ราย/วัน สำหรับบริการวัคซีน BDMS ได้ส่วนแบ่งวัคซีน Moderna จากการจัดซื้อ 3.9 ล้านโดสขององค์การเภสัชกรรมในปี 2021F ราว 7% เราคาดว่า BDMS จะมีกำไรจากโควิด 1.7 พันลบ., 1.1 พันลบ., และ 403 ลบ., ในปี 2021-23F ตามลำดับ

ผู้ป่วยเงินสดที่ไม่ใช่โควิดหนุนการเติบโตหลังโควิดจบลง

รายได้ผู้ป่วยเงินสดชาวไทยของ BDMS ลดลง 5% ในปี 2020 ขณะที่รายได้ผู้ป่วยต่างชาติลดลง 44% รายได้ผู้ป่วยต่างชาติคิดเป็น 30% ของรายได้ทั้งหมดในปี 2019 ในปีนี้เรายังคงคาดว่าผู้ป่วยชาวไทยจะลดลง 6.5% และผู้ป่วยต่างชาติยังคงไม่กลับมา เนื่องจากรายได้ผู้ป่วยชาวไทยได้รับผลกระทบจากกำลังซื้อที่ลดลง และการชะลอการเข้ารับการรักษาจากความกังวลต่อโควิด และเมื่อโควิดสงบลง เราคาดว่าผู้ป่วยชาวไทยจะฟื้นตัว 7% ในปี 2022F จากนโยบายของ BDMS ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา ที่เน้นเพิ่มสัดส่วนผู้ป่วยที่มีประกันสุขภาพ จะช่วยลดผลกระทบจากกำลังซื้อที่ลดลงได้ (ผู้ป่วยตามสัญญาประกันคิดเป็น 31% ของรายได้ใน 2Q21) สำหรับผู้ป่วยต่างชาติ เราคาดว่าฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปจาก 2H22F หรือเติบโต 25% ต่อปี ในปี 2022-23F จากฐานที่ต่ำมากในปีนี้ เราคาดว่าผู้ป่วยชาวไทยและต่างชาติจะกลับมาสู่ระดับก่อนเกิดโควิด-19 ในปี 2024F

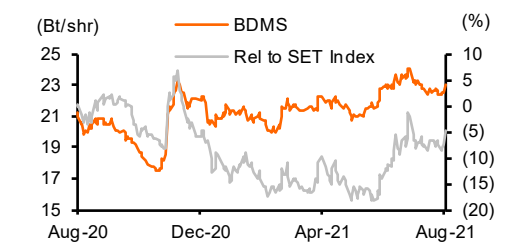
มี operating leverage ที่สูง

เนื่องจากเป็นกลุ่มโรงพยาบาลระดับบนที่ให้บริการระดับพรีเมียม BDMS จึงมีต้นทุนคงที่ในระดับค่อนข้างสูง การฟื้นตัวของรายได้หรืออัตราการใช้นิสิทรีตี้ที่เพิ่มขึ้นจึงมีแนวโน้มที่จะหนุนให้อัตรากำไรเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว เราคาดว่าอัตรากำไรจากการดำเนินงานจะเพิ่มขึ้นเป็น 8.4%, 9.1% และ 9.8% ในปี 2021-23F ในทางกลับกัน BDMS กำลังปรับรูปแบบการขยายธุรกิจในระยะยาวให้เป็นรูปแบบที่มีการลงทุนต่ำ

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	65,166	69,863	75,673	85,355
Net profit	7,214	6,986	8,110	9,563
Consensus NP	—	7,124	9,011	10,630
Diff frm cons (%)	—	(1.9)	(10.0)	(10.0)
Norm profit	6,045	6,986	8,110	9,563
Prev. Norm profit	—	6,987	9,052	10,811
Chg frm prev (%)	—	(0.0)	(10.4)	(11.5)
Norm EPS (Bt)	0.4	0.4	0.5	0.6
Norm EPS grw (%)	(36.3)	15.6	16.1	17.9
Norm PE (x)	60.5	52.3	45.1	38.2
EV/EBITDA (x)	31.7	28.2	25.3	22.1
P/BV (x)	4.2	4.1	3.9	3.8
Div yield (%)	2.4	1.1	1.2	1.4
ROE (%)	7.0	7.9	9.0	10.1
Net D/E (%)	(0.2)	(1.5)	(6.2)	(11.3)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 13-Aug-21 (Bt)	23.00
Market Cap (US\$ m)	10,961.0
Listed Shares (m shares)	15,892.0
Free Float (%)	66.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	24.0
12M Price H/L (Bt)	24.00/17.50
Sector	Health Care
Major Shareholder	Prasarttong-Osoth Family 19.23%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่กลุ่มลูกค้าและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: BDMS's COVID-19 Capacity

Ended	May 2021	June 2021	7 August 2021
Hospital beds	1,900	1,900	2,850
Hospital / Field hospital beds	533	1,700	4,300+*
Swab tests (cases/day)	6,120	8,100	8,600

Sources: Company data, Thanachart compilation

Note: * BDMS will add 200 hospital beds in the rest of this month

Ex 2: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2019A	2021A	2021F	2022F	2023F
Thai patient growth - OPD (%)					
- New	4.2	(10.2)	(6.5)	7.0	10.0
- Old	4.2	(10.2)	5.0	7.5	5.5
- Change (pp)	—	—	(11.5)	(0.5)	4.5
Thai patient growth - IPD (%)					
- New	3.5	(27.9)	(6.5)	7.0	10.0
- Old	3.5	(27.9)	8.0	10.5	7.5
- Change (pp)	—	—	(14.5)	(3.5)	2.5
Foreign patient growth - OPD (%)					
- New	1.9	(37.3)	(15.0)	25.0	25.0
- Old	1.9	(37.3)	(5.0)	21.5	15.0
- Change (pp)	—	—	(10.0)	3.5	10.0
Foreign patient growth - IPD (%)					
- New	1.7	(43.9)	(25.0)	35.0	35.0
- Old	1.7	(43.9)	(10.0)	52.0	27.0
- Change (pp)	—	—	(15.0)	(17.0)	8.0
Gross margin (%)					
- New	31.8	28.8	29.4	29.9	30.6
- Old	31.8	28.8	29.8	31.1	31.7
- Change (pp)	—	—	(0.5)	(1.2)	(1.0)
SG&A to sales (%)					
- New	21.9	21.7	20.9	20.8	20.8
- Old	21.9	21.7	21.3	21.1	20.9
- Change (pp)	—	—	(0.4)	(0.3)	(0.1)
Interest expenses (Bt m)					
- New	929	871	734	614	430
- Old	929	871	846	776	552
- Change (%)	—	—	(13.2)	(20.9)	(22.1)
Revenue from COVID-19 services (Bt m)					
- New	—	—	9,695	5,810	1,299
- Old	—	—	2,945	1,013	396
- Change (%)	—	—	229.2	473.9	228.0
Normalized profit (Bt m)					
- New	9,422	6,045	6,986	8,110	9,563
- Old	9,422	6,045	6,987	9,052	10,811
- Change (%)	—	—	(0.0)	(10.4)	(11.5)

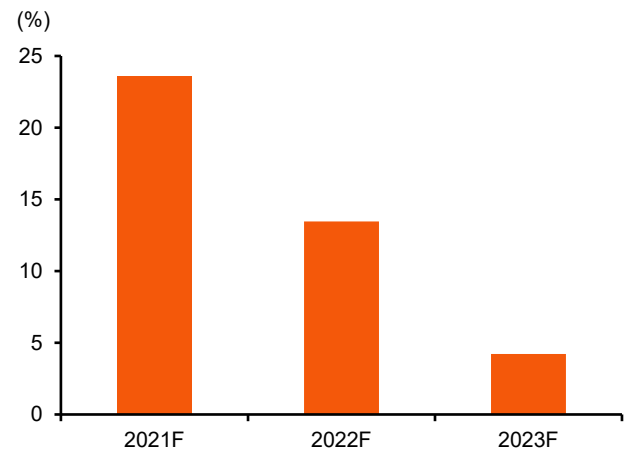
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: BDMS's Field Hospital @ Thupatemi Stadium



Source: Company data

Ex 4: BDMS's Earnings From COVID-19 Services



Source: Thanachart estimates

Ex 5: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2022F

												Terminal
(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Value
EBITDA excl. depre from right of use	13,684	15,470	18,178	20,224	22,022	23,716	25,475	27,357	29,370	31,525	33,833	—
Free cash flow	10,478	11,926	14,237	15,834	17,606	19,257	20,882	22,584	24,394	26,320	28,374	591,125
PV of free cash flow	10,449	10,629	11,975	12,347	12,901	13,260	13,510	13,730	13,936	13,508	13,620	283,756
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.6											
WACC (%)	5.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value -	423,622											
add investments												
Net debt (end-2021F)	(1,358)											
Minority interest	4,082											
Equity value	420,898											
# of shares (m)	15,892											
Equity value/share (Bt)	27.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 6: 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	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
				(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Ramsay Healthcare	RHC AU	Australia	11,381	21.0	26.3	32.6	25.8	3.7	3.5	11.5	10.5	1.7	2.1
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	7,183	18.3	8.1	9.6	8.9	1.2	1.0	7.8	7.9	2.2	2.2
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	2,088	34.7	22.4	13.7	11.2	2.5	2.2	9.9	8.3	2.8	3.4
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	7,864	na	741.8	680.2	80.8	13.9	11.1	53.6	30.6	0.1	0.2
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	2,417	na	na	na	52.9	2.7	2.7	47.1	22.5	0.0	0.0
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	1,093	(10.3)	57.7	41.5	26.3	2.1	1.9	13.7	11.7	1.2	1.9
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	12,018	98.4	24.0	46.4	37.4	2.2	2.1	17.9	15.9	0.8	1.0
Ryman	RYM NZ	New Zealand	4,871	(7.6)	30.8	29.9	22.9	2.7	2.2	33.6	25.7	1.6	2.1
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	1,953	65.2	5.3	37.4	35.5	2.8	2.8	20.6	19.2	2.0	1.8
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	1,802	150.3	(32.9)	19.5	29.1	6.8	6.3	13.7	20.8	2.8	1.9
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	10,961	15.6	16.1	52.3	45.1	4.1	3.9	28.2	25.3	1.1	1.2
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	3,050	0.5	57.9	84.4	53.4	5.7	5.6	37.8	27.7	1.2	1.9
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	1,319	57.8	2.6	31.8	31.0	9.5	8.7	24.5	24.1	2.2	2.3
Ladprao General Hospital *	LPH TB	Thailand	145	49.6	(13.0)	21.7	25.0	3.1	3.0	12.1	12.9	3.7	3.2
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	236	19.1	22.1	32.7	26.8	1.8	1.8	12.9	10.7	1.4	1.7
Rajthanee Hospital *	RJH TB	Thailand	335	76.6	(21.5)	17.0	21.7	6.4	6.3	11.8	14.6	4.7	3.7
Ratchaphruek Hospital *	RPH TB	Thailand	99	16.0	19.6	30.3	25.4	2.4	2.3	15.5	13.7	2.6	3.2
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	732	na	123.4	155.2	69.5	3.1	3.0	25.2	21.3	0.5	1.0
Average				40.3	64.1	78.6	34.9	4.3	3.9	22.1	18.0	1.8	1.9

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 13 Aug 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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) และสองโรงพยาบาลในกรุงเทพฯ จึงมีการกระจายความเสี่ยงของรายได้
- งบดุลค่อนข้างแข็งแกร่ง และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสุทธิที่ต่ำจะเพิ่มความสามารถในการขยายธุรกิจ และเข้าซื้อกิจการ

O — Opportunity

- รายได้ที่เพิ่มขึ้นทำให้ประชาชนสามารถจ่ายใช้สอยมากขึ้นเพื่อให้ได้รับการบริการด้านสุขภาพที่มีคุณภาพดีขึ้นจากโรงพยาบาลเอกชน
- ประชากรสูงอายุต้องการการรักษายาบาลที่มีความซับซ้อนมากขึ้น
- ประเทศไทยเป็นประเทศที่มีอัตราการรักษายาบาลที่ต่ำและมีคุณภาพการรักษายาบาลที่สูงสำหรับการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์

CONSENSUS COMPARISON

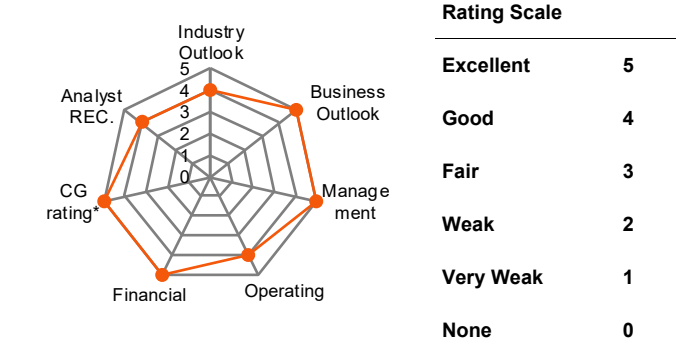
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	25.96	27.00	4%
Net profit 21F (Bt m)	7,124	6,986	-2%
Net profit 22F (Bt m)	9,011	8,110	-10%
Consensus REC	BUY: 23	HOLD: 5	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2021-22F ของเรต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของผู้ป่วยต่างชาติ แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่า เนื่องจากเราปรับมาใช้ฐาน 2022F และมองบวกมากขึ้นต่อการเติบโตในระยะยาวของ BDMS

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- เนื่องจากค่าเสื่อมราคามีสัดส่วนราว 10% ของรายได้ในปี 2020 กำไรของ BDMS จึงมีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของรายได้ และสถานะเศรษฐกิจ

T — Threat

- การแข่งขันเพิ่มขึ้นจากคู่แข่งในภูมิภาค อย่างเช่นโรงพยาบาลในประเทศสิงคโปร์
- การชะลอตัวของเศรษฐกิจ
- ความเสี่ยงด้านการเมือง และนโยบายของภาครัฐ
- ภัยธรรมชาติ และการระบาดโควิด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ผลประกอบการของโรงพยาบาลใหม่อาจให้ผลตอบแทนต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ หากมีการแข่งขันที่มากขึ้นระหว่างโรงพยาบาลเอกชนเดิมที่อยู่ในอุตสาหกรรมหรือผู้ประกอบการรายใหม่
- จำนวนผู้ป่วยชาวไทยและต่างชาติต่ำกว่าที่เราคาดไว้
- หาก BDMS Wellness Clinic ใช้เวลาในการกลับมาทำกำไรช้ากว่าที่เราคาด
- หาก Adjusted Relative Weight (RW) ภายใต้โครงการประกันสังคมลดลงจะส่งผลกระทบต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

*We foresee an earnings
turnaround trend in 2021-
23F*

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	79,630	65,166	69,863	75,673	85,355
Cost of sales	54,277	46,371	49,358	53,032	59,200
Gross profit	25,354	18,795	20,505	22,641	26,155
% gross margin	31.8%	28.8%	29.4%	29.9%	30.6%
Selling & administration expenses	17,447	14,161	14,620	15,776	17,786
Operating profit	7,907	4,634	5,885	6,864	8,369
% operating margin	9.9%	7.1%	8.4%	9.1%	9.8%
Depreciation & amortization	5,752	6,909	7,045	7,333	7,612
EBITDA	13,659	11,543	12,930	14,197	15,981
% EBITDA margin	17.2%	17.7%	18.5%	18.8%	18.7%
Non-operating income	4,263	3,935	4,147	4,410	4,603
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(929)	(871)	(734)	(614)	(430)
Pre-tax profit	11,241	7,699	9,298	10,661	12,542
Income tax	2,350	1,491	1,813	2,079	2,446
After-tax profit	8,892	6,207	7,485	8,582	10,096
% net margin	11.2%	9.5%	10.7%	11.3%	11.8%
Shares in affiliates' Earnings	1,022	273	30	33	36
Minority interests	(492)	(435)	(529)	(505)	(570)
Extraordinary items	6,095	1,169	0	0	0
NET PROFIT	15,517	7,214	6,986	8,110	9,563
Normalized profit	9,422	6,045	6,986	8,110	9,563
EPS (Bt)	1.0	0.5	0.4	0.5	0.6
Normalized EPS (Bt)	0.6	0.4	0.4	0.5	0.6

BALANCE SHEET

*Strong balance sheet,
based on our forecasts*

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	16,325	30,013	24,486	26,424	29,302
Cash & cash equivalent	5,596	20,939	14,773	16,273	18,273
Account receivables	8,850	7,192	7,656	8,086	8,886
Inventories	1,843	1,855	2,028	2,034	2,109
Others	36	27	28	31	35
Investments & loans	18,004	1,542	1,542	1,542	1,542
Net fixed assets	78,440	81,313	80,776	79,956	78,855
Other assets	20,893	23,182	24,506	26,164	29,005
Total assets	133,662	136,050	131,310	134,086	138,705
LIABILITIES:					
Current liabilities:	19,263	11,220	12,064	12,773	14,287
Account payables	5,990	4,450	4,733	5,085	5,677
Bank overdraft & ST loans	90	90	0	0	0
Current LT debt	5,210	107	67	51	34
Others current liabilities	7,973	6,573	7,264	7,636	8,577
Total LT debt	19,130	20,594	13,348	10,195	6,695
Others LT liabilities	8,087	12,773	13,212	13,969	15,300
Total liabilities	46,480	44,588	38,624	36,936	36,282
Minority interest	3,368	3,553	4,082	4,587	5,156
Preferred 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	47,970	51,928	56,631
Shareholders' equity	83,813	87,910	88,605	92,563	97,266
Liabilities & equity	133,662	136,050	131,310	134,086	138,705

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

*Strong sustainable cash
inflow stream*

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	11,241	7,699	9,298	10,661	12,542
Tax paid	(2,200)	(800)	(2,159)	(1,712)	(2,368)
Depreciation & amortization	5,752	6,909	7,045	7,333	7,612
Chg In working capital	(564)	106	(355)	(83)	(284)
Chg In other CA & CL / minorities	549	(2,060)	1,066	35	896
Cash flow from operations	14,779	11,853	14,895	16,234	18,398
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	(993)	(1,015)	(1,620)
Cash flow from investments	2,506	12,951	(7,393)	(7,415)	(8,020)
Debt financing	(15,520)	(3,638)	(7,376)	(3,169)	(3,518)
Capital increase	5,447	0	0	0	0
Dividends paid	(6,941)	(4,741)	(6,291)	(4,151)	(4,860)
Warrants & other surplus	(526)	(1,082)	0	0	0
Cash flow from financing	(17,539)	(9,461)	(13,668)	(7,320)	(8,378)
Free cash flow	5,134	2,567	8,895	10,234	12,398

VALUATION

*Deserve to trade at high
PE due to strong
earnings turnaround*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	38.5	60.5	52.3	45.1	38.2
Normalized PE - at target price (x)	45.2	71.0	61.4	52.9	44.9
PE (x)	23.4	50.7	52.3	45.1	38.2
PE - at target price (x)	27.5	59.5	61.4	52.9	44.9
EV/EBITDA (x)	28.0	31.7	28.2	25.3	22.1
EV/EBITDA - at target price (x)	32.6	37.2	33.1	29.8	26.1
P/BV (x)	4.4	4.2	4.1	3.9	3.8
P/BV - at target price (x)	5.1	4.9	4.8	4.6	4.4
P/CFO (x)	24.6	30.8	24.5	22.5	19.9
Price/sales (x)	4.6	5.6	5.2	4.8	4.3
Dividend yield (%)	2.4	2.4	1.1	1.2	1.4
FCF Yield (%)	1.4	0.7	2.4	2.8	3.4
(Bt)					
Normalized EPS	0.6	0.4	0.4	0.5	0.6
EPS	1.0	0.5	0.4	0.5	0.6
DPS	0.6	0.6	0.2	0.3	0.3
BV/share	5.3	5.5	5.6	5.8	6.1
CFO/share	0.9	0.7	0.9	1.0	1.2
FCF/share	0.3	0.2	0.6	0.6	0.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

*Rising asset utilization
enhances margins*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	7.2	(18.2)	7.2	8.3	12.8
Net profit (%)	68.8	(53.5)	(3.2)	16.1	17.9
EPS (%)	66.7	(53.8)	(3.2)	16.1	17.9
Normalized profit (%)	(5.0)	(35.8)	15.6	16.1	17.9
Normalized EPS (%)	(6.2)	(36.3)	15.6	16.1	17.9
Dividend payout ratio (%)	56.3	121.2	55.0	55.0	55.0
Operating performance					
Gross margin (%)	31.8	28.8	29.4	29.9	30.6
Operating margin (%)	9.9	7.1	8.4	9.1	9.8
EBITDA margin (%)	17.2	17.7	18.5	18.8	18.7
Net margin (%)	11.2	9.5	10.7	11.3	11.8
D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.2	0.1	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	8.0	11.2	19.5
Interest coverage - EBITDA (x)	14.7	13.3	17.6	23.1	37.2
ROA - using norm profit (%)	7.1	4.5	5.2	6.1	7.0
ROE - using norm profit (%)	12.2	7.0	7.9	9.0	10.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	11.5	7.2	8.5	9.5	10.6
- asset turnover (x)	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
- operating margin (%)	15.3	13.2	14.4	14.9	15.2
- leverage (x)	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4
- interest burden (%)	92.4	89.8	92.7	94.6	96.7
- tax burden (%)	79.1	80.6	80.5	80.5	80.5
WACC (%)	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
ROIC (%)	6.0	3.6	5.4	6.3	7.8
NOPAT (Bt m)	6,254	3,737	4,738	5,526	6,737
invested capital (Bt m)	102,647	87,762	87,247	86,536	85,722

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประเมินราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ 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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ดูแลและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 87 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A , ADVA16C2110A , AEON16C2108A , AOT16C2109A , BAM16C2110A , BANP16C2109A , BANP16C2110A , BCH16C2109A , BCH16C2111A , BCH16C2111B , BCPG16C2111A , BDMS16C2109A , BGRI16C2110A , BH16C2109A , CBG16C2108A , CBG16C2109A , CBG16C2109B , CHG16C2111A , COM716C2110A , COM716C2112A , CPAL16C2109A , CPAL16C2111A , CPF16C2108A , CPN16C2109A , DELT16C2108A , DELT16C2109A , DOHO16C2111A , DTAC16C2112A , EA16C2108A , EA16C2110A , EGCO16C2110A , EPG16C2109A , GPSC16C2109A , GPSC16C2110A , GUNK16C2108A , GUNK16C2110A , HANA16C2112A , IRPC16C2108A , IRPC16C2110A , IVL16C2109A , IVL16C2110A , IVL16C2111A , JMART16C2111A , JMT16C2110A , KBAN16C2108A , KBAN16C2109A , KBAN16C2111A , KBAN16C2111B , KCE16C2109A , KCE16C2110A , KTC16C2110A , KTC16C2110B , MINT16C2109A , MTC16C2108A , MTC16C2109A , OR16C2108A , OR16C2109A , PRM16C2109A , PTG16C2109A , PTT16C2109A , PTT16C2112A , PTTG16C2108A , PTTG16C2110A , PTTG16C2111A , RBF16C2110A , RS16C2108A , RS16C2109A , S5016C2109A , S5016C2109B , S5016C2109C , S5016C2109D , S5016C2112A , S5016P2109A , S5016P2109B , S5016P2112A , SAWA16C2112A , SCB16C2111A , SCC16C2112A , SCGP16C2109A , STA16C2112A , STEC16C2110A , STGT16C2111A , TASC16C2109A , TOP16C2112A , TQM16C2108A , TU16C2110A , TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRIM, BH, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, EPG, GPSC, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, STA, STEC, STGT, TASC, TOP, TQM, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัทธนชาติ 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)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หมอศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกัน ได้แก่ นางอรรณี ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย พิมพ์ผกา นิजारุณ, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	พลังงาน , ปิโตรเคมี, กระดาษ จักร เรืองสินภิญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ พัทธดนย์ บุญนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณาธารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเท่ง รดา ลิ้มสุทธวิวัฒน์ภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน สรัชดา ศรีทรง 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 ภัทรวลลิต 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 ลากินี 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 จิตกุลชล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ 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