

HOLD (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 131.00 (Unchanged)

Downside : 0.8%

7 MAY 2021

Bumrungrad Hospital Pcl (BH TB)

ปรับลดประมาณการปี 2021F

แม้เราคาดว่ารายได้ของ BH จากการตรวจและรักษาโควิด-19 จะช่วยลดผลกระทบเชิงลบจากผู้ป่วยทั่วไปที่อ่อนแอ แต่เราปรับลดกำไรปี 2021F ลง 14% สะท้อนถึงจำนวนผู้ป่วยในประเทศไทย และธุรกิจโรงพยาบาลในมองโกเลียที่อ่อนแกว่าคาด ขณะที่เรายังคงประมาณการกำไรปี 2022-32F และราคาเป้าหมายเช่นเดิม แนะนำ “ถือ”



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

ปรับลดประมาณการกำไรปี 2021F ลง 14%

BH รายงานกำไรสุทธิที่อ่อนแอที่ 91 ลบ. ใน 1Q21 ลดลง 88% y-y และ 47% q-q ซึ่งอ่อนแกว่าที่เราและตลาดคาด เนื่องจากผู้ป่วยชาวไทยและชาวต่างชาติที่อ่อนแกว่าที่คาดไว้ เนื่องจากผลกระทบจากการระบาดของโควิด-19 ระลอก 2 ในไทย และการดำเนินการที่อ่อนแอของโรงพยาบาลอุลันบาตอร์ ซองโด (UBSD) ในมองโกเลีย (ถือหุ้นโดยอ้อม 40%) เนื่องจากการระบาดอย่างรุนแรงของโควิด-19 ที่นั่น แม้เราคาดว่ารายได้จากบริการที่เกี่ยวข้องกับโควิด-19 ระลอกที่ 3 จะช่วยหนุนผลการดำเนินงานของ BH ในระดับหนึ่ง แต่เรายังคงต้องปรับลดประมาณการกำไรลง 14% ในปี 2021F สะท้อนผู้ป่วยชาวไทยและชาวต่างชาติที่อ่อนแกว่าที่คาดไว้ แต่อย่างไรก็ตามเรายังคงประมาณการกำไรปี 2022-32F และราคาเป้าหมายของเราที่ 131 บาท เช่นเดิม

ผู้ป่วยต่างชาติยังคงอ่อนแอ

เนื่องจากโควิด-19 ระลอก 3 รัฐบาลไทยจึงกลับมากำหนดให้ผู้โดยสารขาเข้าระหว่างประเทศต้องกักกัน 14 วัน เริ่มตั้งแต่วันที่ 1 พ.ค.2021 นอกจากนี้รัฐบาลยังประกาศให้ชะลอการรับคนเข้าพักในโรงพยาบาลทางเลือกตั้งแต่วันที่ 19 เม.ย.2021 จนกว่าการระบาดของโควิด-19 ในไทยจะลดลง ในขณะที่สถานการณ์การระบาดของโควิด-19 ที่รุนแรงขึ้นในมองโกเลีย ยังทำให้ประเทศต้องล็อกดาวน์บางช่วงใน 1Q21 และ 2Q21 ซึ่งส่งผลกระทบต่อธุรกิจโรงพยาบาลของ BH ในมองโกเลีย เราคาดว่าผู้ป่วยต่างชาติของ BH จะลดลง 10% ในปี 2021F ก่อนที่จะเพิ่มขึ้น 21% ในปี 2022F และ 5% ในปี 2023F หลังจากโควิด-19 บรรเทาลง

การให้บริการเกี่ยวกับโควิด-19 ช่วยได้ในระดับหนึ่ง

ไม่เหมือนกับโควิด-19 สองระลอกแรกในไทยที่การดำเนินการของ BH ได้รับผลกระทบจากการแพร่ระบาดของไวรัส ในรอบที่ 3 นี้ เราคาดว่า BH จะมีรายได้เพิ่มขึ้นจากการให้บริการที่เกี่ยวข้องกับโควิด-19 เนื่องจากการติดเชื้อแพร่กระจายไปในทุกกลุ่ม ตั้งแต่คนวัยไปถึงคนจน ไม่เฉพาะแต่สนามมวยในกรุงเทพฯ อย่างในช่วงการระบาดระลอกแรก และชุมชนแรงงานต่างด้าวในสมุทรสาครอย่างระลอกที่ 2 ผู้มาตรวจหาเชื้อโควิด-19 ของ BH เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ราว 300 ราย/วัน และมีผู้มาจองตรวจเชื้อโควิดที่ BH เพิ่มขึ้นไปจนถึงวันที่ 20 พ.ค. 2021 นอกจากนี้ BH ยังร่วมมือกับอนันตริเวอร์ไซด์ กรุงเทพฯ รีสอร์ท จำนวนห้องพัก 170 ห้อง เพื่อให้บริการ Hospitel อัตราการเข้าพักอยู่ที่ 15% รายได้จากบริการที่เกี่ยวข้องกับโควิด-19 จะช่วยลดผลกระทบเชิงลบจากรายได้ผู้ป่วยเงินสดชาวไทยที่อ่อนแอ

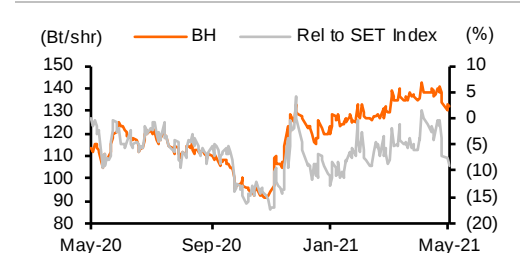
กำไรเติบโตแข็งแกร่งใน 2Q21F

เราประเมินว่า BH จะรายงานกำไรที่เติบโตแข็งแกร่งทั้ง y-y และ q-q ใน 2Q21F โดยได้รับแรงหนุนจากรายได้จากการทดสอบโควิด-19 และบริการ Hospitel และฐานกำไรที่ต่ำอย่างมากใน 2Q20 (กำไรสุทธิเพียง 44 ลบ.) จากการล็อกดาวน์ประเทศ และการห้ามเดินทางท่องเที่ยว เรามองว่ากำไรของ BH ได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วใน 2Q20 ในขณะที่กำไร 2Q21F ที่เติบโตแข็งแกร่งน่าจะช่วยหนุนราคาหุ้น เรามองว่าการซื้อขายที่ PE to two-year EPS CAGR (2020-22F) ที่ 3.3 เท่า นั้นค่อนข้างเหมาะสม ดังนั้นจึงคงคำแนะนำ “ถือ”

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	12,315	11,881	14,991	17,309
Net profit	1,204	1,205	1,904	2,479
Consensus NP	—	1,451	2,553	3,065
Diff frm cons (%)	—	(16.9)	(25.5)	(19.1)
Norm profit	1,199	1,205	1,904	2,479
Prev. Norm profit	—	1,408	1,905	2,478
Chg frm prev (%)	—	(14.4)	(0.1)	0.0
Norm EPS (Bt)	1.5	1.5	2.4	3.1
Norm EPS grw (%)	(68.2)	0.5	57.9	30.3
Norm PE (x)	87.4	87.0	55.1	42.3
EV/EBITDA (x)	40.3	39.0	28.6	23.7
P/BV (x)	5.7	5.9	5.8	5.7
Div yield (%)	2.4	1.1	1.8	2.4
ROE (%)	6.2	6.6	10.6	13.5
Net D/E (%)	(29.8)	(18.8)	(22.6)	(28.8)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 7-May-21 (Bt)	132.00
Market Cap (US\$ m)	3,366.8
Listed Shares (m shares)	794.6
Free Float (%)	45.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	8.5
12M Price H/L (Bt)	142.50/91.00
Sector	Health Care
Major Shareholder	Sophonpanich family ~35%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ 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	(10.0)	18.0	2.0
- Old	3.0	3.0	2.0
- Change (pp)	(13.0)	15.0	—
Foreign patient growth - IPD (%)			
- New	(10.0)	70.0	40.0
- Old	10.0	40.0	40.0
- Change (pp)	(20.0)	30.0	—
Thai patient growth - OPD (%)			
- New	2.0	5.0	2.0
- Old	5.0	2.0	2.0
- Change (pp)	(3.0)	3.0	—
Thai patient growth - IPD (%)			
- New	2.0	5.0	1.0
- Old	5.0	2.0	1.0
- Change (pp)	(3.0)	3.0	—
Foreign patient revenue (Bt m)			
- New	5,109	7,454	9,326
- Old	5,997	7,473	9,355
- Change (%)	(14.8)	(0.2)	(0.3)
Thai patient revenue (Bt m)			
- New	6,771	7,536	7,982
- Old	6,970	7,536	7,982
- Change (%)	(2.9)	—	—
Average gross margin (%)			
- New	38.3	40.2	41.2
- Old	38.7	40.2	41.2
- Change (pp)	(0.4)	—	—
SG&A to sales (%)			
- New	27.4	26.3	25.3
- Old	27.3	26.3	25.3
- Change (pp)	0.1	—	—
Normalized profit (Bt m)			
- New	1,205	1,904	2,479
- Old	1,408	1,905	2,478
- Change (%)	(14)	(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		2,561	3,485	4,197	4,791	5,323	5,846	6,381	6,919	7,493	8,106	8,758	9,454	—
Free cash flow		219	2,038	3,145	3,681	4,175	4,643	5,105	5,571	6,049	6,558	7,101	7,678	150,062
PV of free cash flow		218	1,806	2,623	2,889	3,084	3,141	3,235	3,308	3,365	3,418	3,468	3,325	64,990
Risk-free rate (%)		2.5												
Market risk premium (%)		8.0												
Beta		0.6												
WACC (%)		6.2												
Terminal growth (%)		2.0												
Enterprise value -		98,870												
add investments														
Net debt (end-2020)		(5,620)												
Minority interest		305												
Equity value		104,185												
# of shares (m)		795												
Equity value/share (Bt)		131.00												

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	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
				(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Ramsay Healthcare	RHC AU	Australia	11,203	21.7	27.7	30.1	23.6	3.5	3.3	11.1	10.0	1.8	2.2
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	7,124	8.3	9.6	10.6	9.7	1.2	1.1	7.4	7.3	2.0	2.1
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	1,832	34.7	20.9	12.0	9.9	2.2	1.9	8.7	7.4	3.3	3.9
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	6,470	na	588.8	469.8	68.2	11.3	9.8	44.2	25.3	0.1	0.3
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	2,390	na	na	na	63.2	2.7	2.5	46.6	22.8	0.0	0.0
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	1,032	27.6	21.6	26.8	22.0	2.0	1.9	11.9	10.6	1.8	2.2
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	12,082	95.2	18.7	46.0	38.8	2.3	2.1	17.9	16.1	0.8	0.9
Ryman	RYM NZ	New Zealand	5,112	(6.0)	33.6	29.9	22.4	2.8	2.4	33.2	26.0	1.7	2.2
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	1,585	39.1	9.4	35.3	32.3	2.3	2.2	18.6	16.8	2.2	2.0
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	1,473	33.4	(11.3)	28.0	31.5	5.9	5.4	16.6	17.4	1.8	1.7
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	11,070	19.3	25.5	47.8	38.1	3.9	3.7	26.2	21.8	1.2	1.4
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	3,367	0.5	57.9	87.0	55.1	5.9	5.8	39.0	28.6	1.1	1.8
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	1,116	23.2	6.7	32.2	30.2	7.8	7.2	20.7	19.3	2.2	2.3
Ladprao General Hospital *	LPH TB	Thailand	126	12.5	5.7	23.5	22.3	2.6	2.5	12.6	12.3	3.4	3.6
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	260	19.1	22.1	33.6	27.6	1.9	1.8	13.4	11.1	1.3	1.6
Rajthanee Hospital *	RJH TB	Thailand	289	15.3	4.3	21.0	20.1	5.6	5.3	14.8	14.6	3.8	4.0
Ratchaphruek Hospital *	RPH TB	Thailand	96	16.0	19.6	27.3	22.8	2.1	2.1	14.0	12.4	2.9	3.5
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	688	na	123.4	138.7	62.1	2.8	2.7	23.1	19.4	0.5	1.1
Average				24.0	57.9	64.7	33.3	3.8	3.5	21.1	16.6	1.8	2.1

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 7 May 2021 closing prices

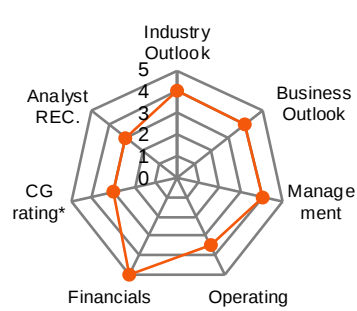
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ จำกัด (มหาชน) (BH) ดำเนินธุรกิจโรงพยาบาลเอกชนในประเทศไทย และปัจจุบันมีจำนวนเตียงทั้งหมด 580 เตียง และมีจำนวนผู้ป่วยนอกมากกว่า 3,000 รายต่อวัน BH เป็นหนึ่งในผู้ให้บริการด้านการดูแลสุขภาพชั้นนำในประเทศไทย และเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ BH กำลังขยายและยกระดับโรงพยาบาลหลักในกรุงเทพฯ เพื่อรองรับความต้องการโรงพยาบาลเอกชนที่เพิ่มขึ้น

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

- มีแบรนด์แข็งแกร่ง ด้วยมีชื่อเสียงระดับนานาชาติ
- มีคุณภาพสูง และการรักษาพยาบาลโรคที่ซับซ้อนด้วยการให้บริการที่ดี
- ฐานผู้ป่วยของโรงพยาบาลเป็นกลุ่มที่มีความสามารถในการจ่ายสูง ซึ่งมีความอ่อนไหวต่อราคาต่ำ

O — Opportunity

- รายได้ที่เพิ่มขึ้นจะทำให้ประชาชนมีความสามารถในการใช้จ่ายสำหรับบริการด้านสุขภาพที่มีคุณภาพที่ดีขึ้นมากขึ้น
- ประชากรสูงอายุต้องการการรักษาพยาบาลที่มีความซับซ้อนมากขึ้น
- การเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน

W — Weakness

- มีการให้บริการที่จำกัดด้วยมีโรงพยาบาลเพียงแห่งเดียว
-

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงขึ้นจากคู่แข่งในภูมิภาค เช่น สิงคโปร์ มาเลเซีย และอินเดีย
- ความเสี่ยงด้านนโยบายและกฎระเบียบ
- ความเสี่ยงจากการระบาดของโควิด-19

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	129.13	131.00	1%
Net profit 21F (Bt m)	1,451	1,205	-17%
Net profit 22F (Bt m)	2,553	1,904	-25%
Consensus REC	BUY: 3	HOLD: 16	SELL: 7

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2021-22F ของเรต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเราให้ความระมัดระวังมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของผู้ป่วยในระยะสั้น เนื่องจากโควิด-19
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาดเล็กน้อย เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อจำนวนผู้ป่วย และอัตรากำไรจากการดำเนินงานในระยะยาว

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากจำนวนผู้ป่วยชาวไทยและชาวต่างชาติสูงหรือต่ำกว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- ถ้าค่ารักษาพยาบาลและอัตรากำไรสูงหรือต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

COVID-19 spread in
Thailand, Mongolia to hit
2021F revenue

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	18,409	12,315	11,881	14,991	17,309
Cost of sales	10,285	7,677	7,336	8,964	10,178
Gross profit	8,124	4,638	4,544	6,026	7,131
% gross margin	44.1%	37.7%	38.3%	40.2%	41.2%
Selling & administration expenses	3,751	3,394	3,255	3,935	4,371
Operating profit	4,373	1,244	1,289	2,091	2,761
% operating margin	23.8%	10.1%	10.9%	14.0%	16.0%
Depreciation & amortization	1,223	1,220	1,313	1,435	1,436
EBITDA	5,596	2,464	2,602	3,526	4,197
% EBITDA margin	30.4%	20.0%	21.9%	23.5%	24.2%
Non-operating income	309	252	241	266	305
Non-operating expenses	(6)	0	0	0	0
Interest expense	(127)	(128)	(123)	(64)	(38)
Pre-tax profit	4,549	1,369	1,407	2,293	3,028
Income tax	773	150	183	367	522
After-tax profit	3,776	1,219	1,224	1,927	2,506
% net margin	20.5%	9.9%	10.3%	12.9%	14.5%
Shares in affiliates' Earnings	(3)	(2)	(2)	(2)	(2)
Minority interests	(13)	(17)	(17)	(21)	(24)
Extraordinary items	(12)	5	0	0	0
NET PROFIT	3,748	1,204	1,205	1,904	2,479
Normalized profit	3,760	1,199	1,205	1,904	2,479
EPS (Bt)	4.7	1.5	1.5	2.4	3.1
Normalized EPS (Bt)	4.7	1.5	1.5	2.4	3.1

BALANCE SHEET

No significant new
investments in 2021-23

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	11,736	10,801	7,377	7,783	9,207
Cash & cash equivalent	8,490	8,138	5,000	5,000	6,000
Account receivables	2,748	2,206	1,953	2,259	2,608
Inventories	330	309	281	344	390
Others	168	148	143	180	208
Investments & loans	1,396	76	76	76	76
Net fixed assets	11,860	11,726	13,062	12,754	11,818
Other assets	1,189	1,619	1,563	1,507	1,494
Total assets	26,181	24,222	22,078	22,120	22,594
LIABILITIES:					
Current liabilities:	2,639	4,418	3,482	3,080	3,166
Account payables	870	704	703	860	976
Bank overdraft & ST loans	0	0	1,583	806	563
Current LT debt	0	2,497	0	0	0
Others current liabilities	1,769	1,217	1,196	1,414	1,627
Total LT debt	2,513	21	0	0	0
Others LT liabilities	764	946	411	486	561
Total liabilities	5,916	5,385	3,893	3,566	3,728
Minority interest	292	305	322	342	366
Preferreds shares	1	1	1	1	1
Paid-up capital	729	795	795	795	795
Share premium	286	450	450	450	450
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	305	50	50	50	50
Retained earnings	18,652	17,236	16,567	16,916	17,204
Shareholders' equity	19,973	18,532	17,863	18,212	18,500
Liabilities & equity	26,181	24,222	22,078	22,120	22,594

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

Low cashflow risk, on our estimates

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	4,549	1,369	1,407	2,293	3,028
Tax paid	(767)	(550)	(56)	(411)	(461)
Depreciation & amortization	1,223	1,220	1,313	1,435	1,436
Chg In working capital	(220)	397	280	(212)	(280)
Chg In other CA & CL / minorities	(22)	(138)	(144)	221	122
Cash flow from operations	4,763	2,298	2,799	3,327	3,846
Capex	(1,827)	(1,045)	(2,608)	(1,086)	(500)
Right of use	0	(124)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(1,174)	1,320	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	137	(164)	(520)	90	89
Cash flow from investments	(2,865)	(14)	(3,128)	(996)	(411)
Debt financing	(179)	10	(936)	(776)	(243)
Capital increase	0	230	(0)	0	0
Dividends paid	(2,151)	(2,544)	(1,874)	(1,554)	(2,191)
Warrants & other surplus	(78)	(332)	0	0	0
Cash flow from financing	(2,408)	(2,636)	(2,810)	(2,330)	(2,435)
Free cash flow	2,935	1,253	191	2,241	3,346

VALUATION

Trading at fair value, in our view

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	27.8	87.4	87.0	55.1	42.3
Normalized PE - at target price (x)	27.6	86.8	86.4	54.7	42.0
PE (x)	27.9	87.1	87.0	55.1	42.3
PE - at target price (x)	27.7	86.4	86.4	54.7	42.0
EV/EBITDA (x)	17.6	40.3	39.0	28.6	23.7
EV/EBITDA - at target price (x)	17.5	40.0	38.7	28.3	23.5
P/BV (x)	5.2	5.7	5.9	5.8	5.7
P/BV - at target price (x)	5.2	5.6	5.8	5.7	5.6
P/CFO (x)	22.0	45.6	37.5	31.5	27.3
Price/sales (x)	5.7	8.5	8.8	7.0	6.1
Dividend yield (%)	2.2	2.4	1.1	1.8	2.4
FCF Yield (%)	2.8	1.2	0.2	2.1	3.2
(Bt)					
Normalized EPS	4.7	1.5	1.5	2.4	3.1
EPS	4.7	1.5	1.5	2.4	3.1
DPS	2.9	3.2	1.5	2.4	3.1
BV/share	25.2	23.3	22.5	22.9	23.3
CFO/share	6.0	2.9	3.5	4.2	4.8
FCF/share	3.7	1.6	0.2	2.8	4.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

Strong financial status

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	0.8	(33.1)	(3.5)	26.2	15.5
Net profit (%)	(9.7)	(67.9)	0.1	57.9	30.3
EPS (%)	(9.7)	(67.9)	0.1	57.9	30.3
Normalized profit (%)	(9.5)	(68.1)	0.5	57.9	30.3
Normalized EPS (%)	(9.6)	(68.2)	0.5	57.9	30.3
Dividend payout ratio (%)	62.2	211.2	100.0	100.0	100.0
Operating performance					
Gross margin (%)	44.1	37.7	38.3	40.2	41.2
Operating margin (%)	23.8	10.1	10.9	14.0	16.0
EBITDA margin (%)	30.4	20.0	21.9	23.5	24.2
Net margin (%)	20.5	9.9	10.3	12.9	14.5
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.3)
Interest coverage - EBIT (x)	34.4	9.7	10.4	32.7	73.1
Interest coverage - EBITDA (x)	44.1	19.3	21.1	55.2	111.1
ROA - using norm profit (%)	14.8	4.8	5.2	8.6	11.1
ROE - using norm profit (%)	19.6	6.2	6.6	10.6	13.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	19.7	6.3	6.7	10.7	13.7
- asset turnover (x)	0.7	0.5	0.5	0.7	0.8
- operating margin (%)	25.4	12.1	12.9	15.7	17.7
- leverage (x)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
- interest burden (%)	97.3	91.5	91.9	97.3	98.8
- tax burden (%)	83.0	89.1	87.0	84.0	82.8
WACC (%)	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
ROIC (%)	29.9	7.9	8.7	12.2	16.3
NOPAT (Bt m)	3,630	1,108	1,121	1,757	2,285
invested capital (Bt m)	13,996	12,912	14,445	14,018	13,063

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไปใช้ทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน 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 58 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2105A, ADVA16C2107A, AEON16C2108A, AEON16C2105A, AOT16C2106A, BAM16C2107A, BANP16C2107A, BBL16C2106A, BDMS16C2107A, BGR16C2105A, BPP16C2106A, CBG16C2108A, COM716C2107A, CPAL16C2106A, CPF16C2108A, CPF16C2107A, DELT16C2108A, EA16C2108A, EA16C2107A, GLOB16C2105A, GPSC16C2106A, GULF16C2107A, GUNK16C2108A, HANA16C2107A, IRPC16C2108A, IRPC16C2105A, IVL16C2107A, KBANK16C2108A, KBAN16C2107A, KCE16C2106A, KKP16C2105A, KTC16C2105A, KTC16C2106A, MINT16C2107A, MTC16C2108A, OR16C2108A, OR16C2106A, OR16C2107A, PRM16C2105A, PTG16C2105A, PTG16C2107A, PTT16C2105A, PTTE16C2105A, PTTG16C2108A, RS16C2108A, 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 ปทุมโรซมิล 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 บทวิเคราะห์หนี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

สรัชดา ศรีทรง

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 ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุณทัย

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 จิตกุลศล

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 ลิมาวงษ์ปรางค์

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