

BUY (Unchanged)
Change in Numbers

TP: Bt 4.10
Upside : 17.8%

(From: Bt 3.50)
21 JUNE 2021

Small Cap Research

Chularat Hospital Pcl (CHG TB)

เป็นหุ้นที่เราชอบ

แม้ว่า BCH และ CHG ต่างได้ประโยชน์จากโควิด-19 สองอันดับแรก แต่เราชอบ CHG มากกว่า BCH เพราะเราเห็นการเติบโตของ EPS ของ CHG หลังสถานการณ์โควิด-19 บรรเทาถึง 6% vs BCH ที่ -30% ในปี 2022F ขณะที่ BCH ซื้อขายที่ PE ที่ 32.7 เท่า ซึ่งสูงกว่า PE ของ CHG ที่ 31.1 เท่า ในปี 2022 แนะนำ "ซื้อ" CHG ราคาเป้าหมายปี 2022F ที่ 4.10 บาท



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 - 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

CHG เป็นหุ้นที่เราชอบมากกว่า

เราปรับเพิ่มกำไรขึ้น 4-8% ในปี 2021-23F สะท้อนรายได้ที่แข็งแกร่งกว่า คาดจากบริการที่เกี่ยวข้องกับโควิด-19 และสัญญาที่ลงนามใหม่เพื่อบริหารจัดการศูนย์หัวใจที่โรงพยาบาลสมุทรปราการ เมื่อรวมกับการปรับมาใช้ปีฐาน 2022F ราคาเป้าหมายของเราจึงเพิ่มขึ้นเป็น 4.1 บาท จาก 3.5 บาท ซึ่งเมื่อเทียบกับโรงพยาบาลในระดับเดียวกัน ซึ่งเป็นโรงพยาบาลระดับกลาง ที่ให้บริการประกันสังคม เราชอบ CHG มากกว่า เนื่องจาก BCH ซื้อขายที่ 32.7 เท่า PE ในปี 2022F ซึ่งสูงกว่า PE ของ CHG ที่ 31.1 เท่า เล็กน้อย แต่เรายังคงเห็นการเติบโตของ EPS ของ CHG หลังสถานการณ์โควิด-19 บรรเทาถึง 6% ในปี 2022F เทียบกับ BCH ที่ -30% เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" CHG

บริการที่เกี่ยวข้องกับโควิด

การตรวจหาเชื้อโควิดของ CHG ยังคงอยู่ที่ 1,000 รายต่อวัน ในเดือนมิถุนายน แต่ตกลงมาจากจุดสูงสุดที่ 1,500+ ในช่วงกลางเดือนเมษายน ด้วยการติดเชื้อที่สูง CHG จึงเปิดบริการ hospitals 4 แห่ง ด้วยมีจำนวนเตียง 1,500 เตียง เพื่อให้บริการผู้ป่วยที่ไม่รุนแรง อัตราการเข้าพักอยู่ที่ 30-40% นอกจากนี้ CHG ยังจัดสรรเตียงจำนวน 300 เตียง จาก 793 เตียง สำหรับกรณีที่รุนแรงอีกด้วย ซึ่งมีผู้ป่วยใช้บริการเกือบเต็มแล้ว รายได้จากบริการสถานที่กักกันรัฐทางเลือก (ASQ) ของ CHG ยังคงแข็งแกร่งเช่นเดียวกับโรงพยาบาลอื่นๆ CHG ยังช่วยสำนักงานหลักประกันสุขภาพแห่งชาติ สำนักงานประกันสังคม และองค์กรอื่นๆ ในเรื่องของบริการฉีดวัคซีนอีกด้วย เราคาดว่ารายได้ของ CHG จากบริการที่เกี่ยวข้องกับโควิดจะอยู่ที่ 784 ลบ., 150 ลบ. และ 44 ลบ. ในปี 2021-23F

เห็น asset light model มากขึ้น

เมื่อต้นปีนี้ CHG ได้ลงนามในสัญญาการบริหารจัดการ 3 ฉบับ ซึ่งประกอบด้วย สัญญาบริหารจัดการโรงพยาบาล 2 แห่ง ที่โรงพยาบาลเมืองพัทยา และ ศูนย์แพทย์ชุมชนบ้านเกาะล้านเมืองพัทยา จำนวน 2 ฉบับ และอีก 1 ฉบับ เป็นสัญญาบริหารจัดการศูนย์หัวใจที่โรงพยาบาลสิรินธร และล่าสุด CHG เพิ่งลงนามในสัญญาใหม่ 3 ปี กับ รพ.สมุทรปราการ เพื่อบริหารจัดการศูนย์หัวใจ มูลค่าสัญญารวม 280 ลบ. CHG จะเริ่มรับรู้รายได้จากสัญญาใหม่ใน 4Q21 เราคาดว่าส่วนแบ่งรายได้จากสัญญาทั้งหมดจะอยู่ที่ 353 ลบ., 507 ลบ. และ 441 ลบ. ในปี 2021-23F

304 และ RPC มีผลขาดทุนลดลง

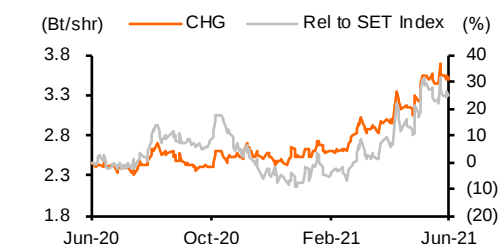
แม้ว่าโรงพยาบาลจุฬารัตน์ 304 อินเตอร์ จะได้รับผลกระทบจากคู่แข่งรายใหม่ในปริมณบุรี แต่การเข้าร่วมโครงการประกันสังคมเมื่อต้นปีนี้ ทำให้ผลขาดทุนของโรงพยาบาลลดลงใน 1Q21 ในขณะที่การดำเนินงานของโรงพยาบาลรวมแพทย์จะเชิงเทรา กลับมีกำไรตั้งแต่ 4Q20 เราคาดว่าผลขาดทุนจะลดลงจาก 70 ลบ. ในปี 2020 เป็น 31 ลบ. ในปี 2021F และพลิกมามีกำไร 16 ลบ. ในปี 2022F ศูนย์แม่เหล็กใหม่ของ CHG ที่จะเปิดในปี 2022 คาดว่าจะขาดทุน 13 ลบ. ในปี 2022F เนื่องจากการลงทุนที่ต่ำ (250 ลบ.) ความต้องการที่แข็งแกร่ง และอุปทานที่จำกัดในสมุทรปราการ ในขณะที่โรงพยาบาลจุฬารัตน์แม่สอดอินเตอร์เนชั่นแนล ขนาด 100 เตียง คาดว่าจะเปิดให้บริการในกลางปี 2023

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	5,433	6,671	6,811	7,392
Net profit	877	1,167	1,232	1,328
Consensus NP	—	1,126	1,184	1,255
Diff frm cons (%)	—	3.7	4.1	5.8
Norm profit	877	1,167	1,232	1,328
Prev. Norm profit	—	1,080	1,152	1,274
Chg frm prev (%)	—	8.1	7.0	4.3
Norm EPS (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.1
Norm EPS grw (%)	24.3	33.1	5.6	7.8
Norm PE (x)	43.7	32.8	31.1	28.8
EV/EBITDA (x)	26.9	24.9	23.7	20.9
P/BV (x)	9.5	8.5	7.8	7.2
Div yield (%)	1.4	2.1	2.3	2.4
ROE (%)	22.7	27.4	26.2	26.0
Net D/E (%)	12.7	6.4	1.0	(9.3)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 21-Jun-21 (Bt)	3.48
Market Cap (US\$ m)	1,217.2
Listed Shares (m shares)	11,000.0
Free Float (%)	42.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	9.1
12M Price H/L (Bt)	3.70/2.32
Sector	Health Care
Major Shareholder	Plussind Family 23.79%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2021F	2022F	2023F
Income from COVID-related services (Bt m)			
- New	784	150	44
- Old	477	0	0
- Change (%)	64.3	n.a.	n.a.
Excellence center/hospital management revenue (Bt m)			
- New	353	507	441
- Old	388	450	375
- Change (%)	(8.9)	12.7	17.7
Normalized profit (Bt m)			
- New	1,167	1,232	1,328
- Old	1,080	1,152	1,274
- Change (%)	8.1	7.0	4.3

Source: Thanachart estimates

Note: * We cut hospital management revenue in 2021F due to slower-than-expected revenue recognition for Pattaya City Hospital by around half a month

Ex 2: Samut Prakarn Hospital



Source: Company data

Ex 3: Pattaya City Hospital



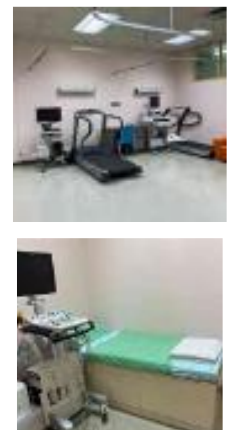
Source: Company data

Ex 4: Sirindhorn Hospital



Source: Company data

Ex 5: Sirindhorn Hospital – Hearth Center



Source: Company data

Ex 6: 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	1,606	1,791	2,090	2,260	2,446	2,644	2,856	3,073	3,299	3,532	3,783	—
Free cash flow	1,156	1,506	1,538	1,695	1,835	1,995	2,166	2,343	2,526	2,715	2,917	62,642
PV of free cash flow	1,152	1,334	1,282	1,305	1,323	1,348	1,371	1,389	1,403	1,412	1,422	30,526
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.6											
WACC (%)	6.3											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value	45,267											
Net debt (end-2021F)	301											
Minority interest	160											
Equity value	45,272											
# of shares (m)	11,000											
Equity value / share (Bt)	4.10											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

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

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 21 June 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. โรงพยาบาลจุฬารัตน์ (CHG) ดำเนินงานบริหารโรงพยาบาลเอกชน ภายใต้แบรนด์ "จุฬารัตน์" ทางภาคตะวันออกโดยเฉพาะอย่างยิ่งใน จ.สมุทรปราการ และจ.ฉะเชิงเทรา CHG ก่อตั้งขึ้นในปี 1986 ปัจจุบันมี โรงพยาบาลหลัก 9 แห่ง และคลินิก 4 แห่ง ให้บริการรักษาพยาบาลแก่ ผู้ป่วยเงินสด และผู้ป่วยภายใต้โครงการประกันสังคม กลุ่มจุฬารัตน์มีความเชี่ยวชาญอย่างแข็งแกร่งในด้านศัลยกรรมทางมือ และศัลยกรรมโดยใช้กล้อง จุลทรรศน์, ผู้ป่วยทารกแรกเกิดระยะวิกฤต (NICU), ศูนย์หัวใจ และศูนย์โรค หลอดเลือดสมอง

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นหนึ่งในกลุ่มโรงพยาบาลขนาดใหญ่ของประเทศไทยที่มี ประสิทธิภาพที่แข็งแกร่ง และมีแบรนด์ที่มีชื่อเสียงในการให้บริการด้าน ดูแลสุขภาพ
- โรงพยาบาลของ CHG ตั้งอยู่ทำเลที่ดี (ชุมชน โรงงาน และนิคม อุตสาหกรรม)
- มีโรงเรียนฝึกหัดพยาบาลของตัวเอง รองรับความต้องการของกลุ่ม

O — Opportunity

- มีโรงพยาบาลรัฐที่จำกัดในประเทศไทย
- การขยายขีดความสามารถในการรองรับความต้องการด้านการดูแล รักษาสุขภาพในอนาคต
- ผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นจากประเทศเพื่อนบ้าน หลังการเปิดเสรีประชาคม เศรษฐกิจอาเซียน

CONSENSUS COMPARISON

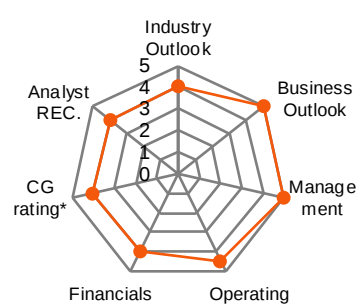
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	3.87	4.10	6%
Net profit 21F (Bt m)	1,126	1,167	4%
Net profit 22F (Bt m)	1,184	1,232	4%
Consensus REC	BUY: 16	HOLD: 3	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไร และราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อการดำเนินงานหลักของ CHG

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- มีการกระจายฐานลูกค้าที่จำกัด โดยยังคงเน้นตลาดระดับล่างถึงกลาง และตลาดระบบประกันสุขภาพของภาครัฐ

T — Threat

- เครือข่ายโรงพยาบาลขนาดใหญ่ที่เติบโตอย่าง BDMS ซึ่งกำลังเข้ามาแย่งตลาดระดับกลาง
- ความเสี่ยงจากนโยบายของภาครัฐ
- ความเสี่ยงจากโควิด19

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากกลยุทธ์ในการผลักดันรายได้จากธุรกิจผู้ป่วยเงินสดของ CHG แย่กว่าที่เราคาด จะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- หากอัตราการเบิกเงินคืนสำหรับ Adjusted Relative Weight (RW) ภายใต้โครงการประกันสังคมและประกันสุขภาพถ้วนหน้าลดลงในอนาคต จะทำให้มีความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- เนื่องจากการขยายขีดความสามารถในการรองรับในช่วงหลายปีข้างหน้า อาคารใหม่ของ CHG อาจทำกำไรให้ช้ากว่าที่เราคาด
- หากมีการแข่งขันจากผู้ประกอบการเอกชนมากขึ้นหรือมีผู้ประกอบการใหม่เข้ามายังตลาดไทย จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

COVID-related services
and core hospital
business drive growth

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	5,166	5,433	6,671	6,811	7,392
Cost of sales	3,629	3,685	4,756	4,781	5,133
Gross profit	1,536	1,748	1,915	2,030	2,259
% gross margin	29.7%	32.2%	28.7%	29.8%	30.6%
Selling & administration expenses	672	673	735	792	847
Operating profit	864	1,075	1,181	1,238	1,412
% operating margin	16.7%	19.8%	17.7%	18.2%	19.1%
Depreciation & amortization	343	370	372	383	392
EBITDA	1,207	1,445	1,552	1,620	1,804
% EBITDA margin	23.4%	26.6%	23.3%	23.8%	24.4%
Non-operating income	25	32	292	317	257
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(40)	(36)	(24)	(17)	(10)
Pre-tax profit	849	1,071	1,448	1,537	1,660
Income tax	184	219	290	298	315
After-tax profit	665	852	1,159	1,239	1,345
% net margin	12.9%	15.7%	17.4%	18.2%	18.2%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	41	24	9	(7)	(16)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	705	877	1,167	1,232	1,328
Normalized profit	705	877	1,167	1,232	1,328
EPS (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Normalized EPS (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

BALANCE SHEET

New hospital in Tak
province due to open in
2023

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	1,764	1,763	1,881	1,908	2,231
Cash & cash equivalent	521	580	432	432	632
Account receivables	1,058	983	1,188	1,213	1,316
Inventories	161	179	235	236	253
Others	25	22	27	27	30
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	4,335	4,167	4,311	4,442	4,263
Other assets	167	271	306	302	316
Total assets	6,266	6,201	6,498	6,652	6,810
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,682	1,429	1,369	1,219	1,050
Account payables	607	570	730	734	788
Bank overdraft & ST loans	820	570	381	250	63
Current LT debt	146	136	88	58	15
Others current liabilities	109	153	170	177	185
Total LT debt	573	407	264	173	44
Others LT liabilities	115	171	197	193	201
Total liabilities	2,370	2,008	1,830	1,585	1,295
Minority interest	193	169	160	167	183
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
Share premium	1,146	1,146	1,146	1,146	1,146
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
Retained earnings	1,456	1,778	2,262	2,655	3,087
Shareholders' equity	3,702	4,024	4,508	4,901	5,333
Liabilities & equity	6,266	6,201	6,498	6,652	6,810

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

*Strong cash inflow
stream, on our estimates*

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	849	1,071	1,448	1,537	1,660
Tax paid	(158)	(193)	(281)	(289)	(309)
Depreciation & amortization	343	370	372	383	392
Chg In working capital	(103)	20	(101)	(22)	(67)
Chg In other CA & CL / minorities	37	20	3	(4)	(1)
Cash flow from operations	968	1,288	1,440	1,605	1,674
Capex	(733)	(186)	(500)	(500)	(200)
Right of use	0	(87)	(5)	(5)	(5)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	45	23	(18)	(8)	(14)
Cash flow from investments	(687)	(250)	(523)	(513)	(219)
Debt financing	312	(426)	(381)	(252)	(359)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(550)	(550)	(684)	(840)	(896)
Warrants & other surplus	(16)	(5)	0	0	0
Cash flow from financing	(254)	(980)	(1,064)	(1,092)	(1,256)
Free cash flow	235	1,103	940	1,105	1,474

VALUATION

*Inexpensive valuation, in
our view*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	54.3	43.7	32.8	31.1	28.8
Normalized PE - at target price (x)	64.0	51.4	38.6	36.6	34.0
PE (x)	54.3	43.7	32.8	31.1	28.8
PE - at target price (x)	64.0	51.4	38.6	36.6	34.0
EV/EBITDA (x)	32.6	26.9	24.9	23.7	20.9
EV/EBITDA - at target price (x)	38.2	31.6	29.3	27.9	24.7
P/BV (x)	10.3	9.5	8.5	7.8	7.2
P/BV - at target price (x)	12.2	11.2	10.0	9.2	8.5
P/CFO (x)	39.5	29.7	26.6	23.9	22.9
Price/sales (x)	7.4	7.0	5.7	5.6	5.2
Dividend yield (%)	1.4	1.4	2.1	2.3	2.4
FCF Yield (%)	0.6	2.9	2.5	2.9	3.9
(Bt)					
Normalized EPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
DPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
BV/share	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
CFO/share	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
FCF/share	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

*Growth in core operation
helps to offset falling
COVID-related revenue*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	17.2	5.2	22.8	2.1	8.5
Net profit (%)	11.3	24.3	33.1	5.6	7.8
EPS (%)	11.3	24.3	33.1	5.6	7.8
Normalized profit (%)	11.3	24.3	33.1	5.6	7.8
Normalized EPS (%)	11.3	24.3	33.1	5.6	7.8
Dividend payout ratio (%)	78.0	62.7	70.0	70.0	70.0
Operating performance					
Gross margin (%)	29.7	32.2	28.7	29.8	30.6
Operating margin (%)	16.7	19.8	17.7	18.2	19.1
EBITDA margin (%)	23.4	26.6	23.3	23.8	24.4
Net margin (%)	12.9	15.7	17.4	18.2	18.2
D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.3	0.2	0.1	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.1	0.1	0.0	(0.1)
Interest coverage - EBIT (x)	21.4	30.2	48.5	71.5	147.3
Interest coverage - EBITDA (x)	29.8	40.5	63.7	93.6	188.1
ROA - using norm profit (%)	11.8	14.1	18.4	18.7	19.7
ROE - using norm profit (%)	19.4	22.7	27.4	26.2	26.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	18.3	22.1	27.2	26.3	26.3
- asset turnover (x)	0.9	0.9	1.1	1.0	1.1
- operating margin (%)	17.2	20.4	22.1	22.8	22.6
- leverage (x)	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
- interest burden (%)	95.5	96.8	98.3	98.9	99.4
- tax burden (%)	78.3	79.6	80.0	80.6	81.0
WACC (%)	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
ROIC (%)	15.7	18.1	20.7	20.7	23.1
NOPAT (Bt m)	677	856	944	998	1,144
invested capital (Bt m)	4,720	4,558	4,809	4,949	4,822

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

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

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an “Overweight” sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. “Underweight” is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. “Neutral” is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

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

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

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

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

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกันใต้แก่ นายสมเจตน์ หมอศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกันใต้แก่ นางอศรินทร์ ไตรังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้น “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 ผู้ถือหุ้นของบริษัท 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, เติบโต
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
สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

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

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้าน
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, แพล
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

สุนทร รักษาวัตร
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@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