

BUY (Unchanged)

TP: Bt 4.80

(Unchanged)

Change in Numbers

Upside : 27.0%

24 AUGUST 2021

## Chularat Hospital PCL (CHG TB)

## ได้ประโยชน์จากโควิดต่อเนื่องยาวนาน



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 - 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

กำไร 2Q21 ของ CHG แข็งแกร่งกว่าจากบริการโควิด ด้วยขีดความสามารถในการให้บริการโควิดที่เพิ่มขึ้น และโรงพยาบาลสนามขนาดใหญ่แห่งใหม่ เราคาดว่ากำไร 3Q21F จะเพิ่มเกือบสองเท่า q-q เราปรับเพิ่มกำไรของ CHG ขึ้น 75% ในปีนี้ และ 11% ปีหน้า คงคำแนะนำ "ซื้อ"

## ปรับเพิ่มประมาณการกำไร

กำไร 2Q21 ของ CHG แข็งแกร่งกว่าคาดมากที่ 576 ลบ. เพิ่มขึ้น 272% y-y และ 129% q-q รายได้จากบริการโควิด (38% ของรายได้รวม) ดีเหนือความคาดหมายแต่ไม่มากเท่ากับอัตรากำไร เมื่อรวมกับขีดความสามารถในการให้บริการโควิดที่เพิ่มขึ้น และสัญญาใหม่เกี่ยวกับการบริหารศูนย์เฉพาะทาง เราจึงปรับเพิ่มกำไรขึ้น 75% ในปี 2021F และ 11% ในปี 2022F แต่ปรับกำไรตั้งแต่ปี 2023F เพียงเล็กน้อยเท่านั้น ราคาเป้าหมายปี 2022F ยังคงไม่เปลี่ยนแปลงที่ 4.8 บาท และยังคงแนะนำ "ซื้อ" เรามองว่า CHG ไม่แพง ซื้อขายที่ PE ที่ 26.4 เท่า ในปี 2022F เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปี ก่อนเกิดโควิดที่ 41.3 เท่า

## เพิ่มเตียงผู้ป่วยโควิดมากขึ้น

ปัจจุบันผู้ป่วยโควิดอาการรุนแรงและวิกฤตในประเทศไทยมีจำนวน 5,200 ราย ซึ่ง 1,100 ราย ต้องใช้เครื่องช่วยหายใจ และยังคงมีแนวโน้มสูงขึ้นเนื่องจากมีผู้ติดเชื้อรายวันราว 20,000 ราย ปัจจุบันเตียงผู้ป่วยโควิดจำนวน 600 เตียง ในโรงพยาบาลของ CHG (80% ของเตียงทั้งหมด) สำหรับรองรับผู้ป่วยหนัก และ 4,000 เตียง ใน hospitel สำหรับรองรับผู้ป่วยที่อาการไม่รุนแรงเต็มแล้วในเดือนก.ค. ด้วยความต้องการที่ล้นหลาม CHG จึงได้จำนวนเตียงใน hospitel เป็น 7,000+ ตั้งแต่กลางเดือนส.ค. ซึ่งถูกใช้ไปแล้ว 80% และบริษัท กำลังมีแผนที่จะเพิ่มเตียงสำหรับผู้ป่วยอาการรุนแรงเป็นสองเท่า โดยการเลือกเป็นแบบโรงพยาบาลสนามในต้นเดือนหน้า เราประมาณการกำไรจากโควิดจะอยู่ที่ 1.5 พันลบ., 407 ลบ. และ 114 ลบ. ในปี 2021-23F ตามลำดับ

## ผู้ป่วยโรคทั่วไปกลับมา

เราคาดว่ารายได้จากผู้ป่วยเงินโรคทั่วไปจะลดลง 4% (ลดลง 9% จากปี 2019) และรายได้จากประกันสังคมจะทรงในปีนี้ ด้วยคาดว่าสถานการณ์โควิดจะบรรเทาความรุนแรงลงในปีหน้า เราคาดว่าผู้ป่วยที่ชะลอการเข้ารับการรักษาในโรงพยาบาลจะกลับมา และทำให้รายได้ผู้ป่วยเงินโรคทั่วไปเพิ่มขึ้น 19% และ 17% และรายได้ประกันสังคมเพิ่มขึ้น 7% ต่อปี ในปี 2022-23F

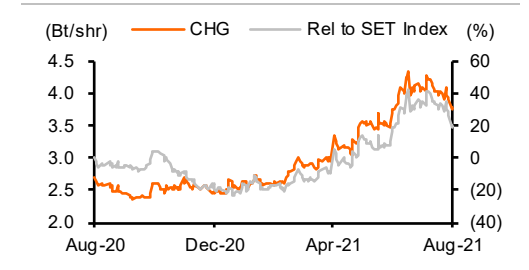
## การบริหารศูนย์หัวใจใหม่

CHG มีสัญญาการบริหารศูนย์หัวใจ 2 ฉบับ ที่โรงพยาบาลสิรินธร (สัญญา 3 ปี ถึงปี 2023) และโรงพยาบาลสมุทรปราการ (สัญญา 3 ปีถึงปี 2023) และสัญญาบริหารโรงพยาบาล 2 ฉบับ เพื่อดำเนินการบริหารโรงพยาบาลเมืองพัทยา (3 ปี ถึงปี 2023) และ International Medical Center And Emergency Services (2 ปี ถึงปี 2022) CHG เพิ่งลงนามในสัญญาฉบับใหม่กับโรงพยาบาลระยองเป็นระยะเวลา 1 ปี เพื่อบริหารศูนย์หัวใจ มูลค่ารวม 160 ลบ. เริ่มในเดือนธ.ค.2021 CHG กำลังเจรจาขยายสัญญาออกไปอีกหนึ่งปี นอกจากนี้บริษัท ยังหาดีลอื่นเพิ่มเติมอีกด้วย เราคาดว่ารายได้จากการบริหารโรงพยาบาลและศูนย์หัวใจอยู่ที่ 312 ลบ., 667 ลบ. และ 441 ลบ. ในปี 2021-23F

## COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	5,433	9,241	7,503	7,251
Net profit	877	2,421	1,577	1,426
Consensus NP	—	1,662	1,280	1,340
Diff frm cons (%)	—	45.7	23.2	6.4
Norm profit	877	2,421	1,577	1,426
Prev. Norm profit	—	1,383	1,419	1,412
Chg frm prev (%)	—	75.0	11.2	1.0
Norm EPS (Bt)	0.1	0.2	0.1	0.1
Norm EPS grw (%)	24.3	176.2	(34.9)	(9.6)
Norm PE (x)	47.4	17.2	26.4	29.2
EV/EBITDA (x)	29.1	13.4	20.1	21.1
P/BV (x)	10.3	7.8	7.6	7.1
Div yield (%)	1.3	4.1	2.7	2.4
ROE (%)	22.7	51.8	29.1	25.1
Net D/E (%)	12.7	(2.5)	(8.1)	(17.8)

## PRICE PERFORMANCE



## COMPANY INFORMATION

Price as of 24-Aug-21 (Bt)	3.78
Market Cap (US\$ m)	1,262.7
Listed Shares (m shares)	11,000.0
Free Float (%)	42.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	18.4
12M Price H/L (Bt)	4.34/2.36
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

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>Revenue from COVID-related services (Bt m)</b>					
- New	—	82	3,974	1,161	301
- Old	—	—	1,769	892	300
- Change (%)	—	—	124.6	30.2	0.5
<b>Excellence center/hospital management revenue (Bt m)</b>					
- New	—	—	312	667	441
- Old	—	—	312	507	441
- Change (%)	—	—	—	31.5	—
<b>Normalized profit (Bt m)</b>					
- New	705	877	2,421	1,577	1,426
- Old	—	—	1,383	1,419	1,412
- Change (%)	—	—	75.0	11.2	1.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: \* CHG is negotiating to extend the contract term for managing the heart center at Rayong Hospital from one to three years. If the deal is struck, we estimate this would add revenue to our 2023F forecast.

### Ex 2: Hospital Management Service



Source: Company data

### Ex 3: Heart Center @ Sirindhorn Hospital



Source: Company data

**Ex 4: Heart Center @ Samutprakarn Hospital**



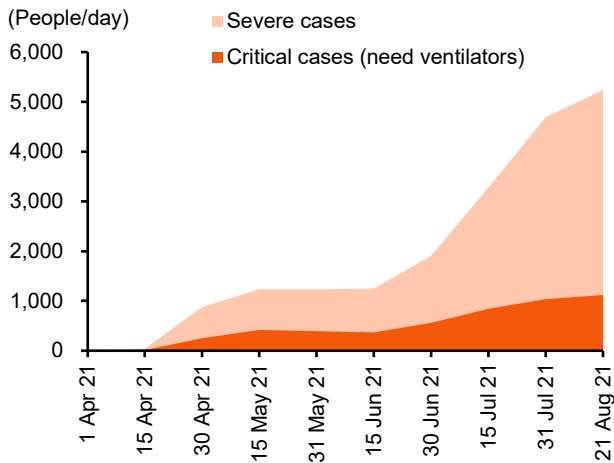
Source: Company data

**Ex 5: Heart Center @ Rayong Hospital**



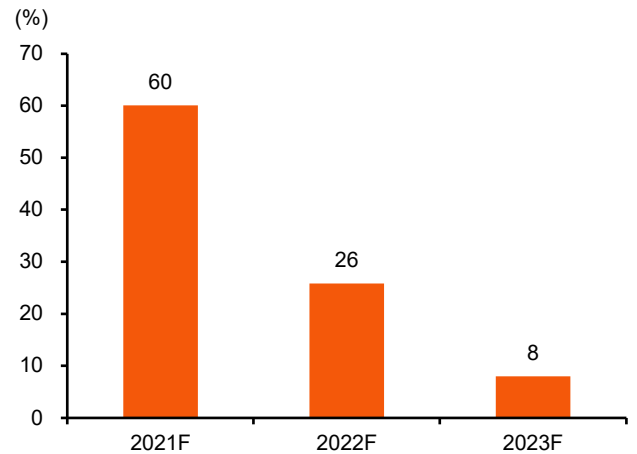
Source: Company data

**Ex 6: Rising Number Of Severe Cases**



Source: Ministry of Health

**Ex 7: Earnings Contribution From COVID-19 Services**



Source: Thanachart estimates

**Ex 8: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2022F**

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	2,028	1,907	2,087	2,293	2,497	2,714	2,946	3,180	3,423	3,676	3,948	—
Free cash flow	1,783	1,732	1,582	1,758	1,908	2,085	2,272	2,463	2,658	2,862	3,081	72,073
PV of free cash flow	1,778	1,545	1,333	1,374	1,402	1,440	1,475	1,504	1,526	1,545	1,563	36,565
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.6											
WACC (%)	5.9											
Terminal growth (%)	2.0											
<b>Enterprise value</b>	<b>53,050</b>											
Net debt (end-2021F)	(139)											
Minority interest	166											
Equity value	53,023											
# of shares (m)	11,000											
Equity value / share (Bt)	<b>4.80</b>											

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

## Ex 9: 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	11,083	21.1	25.9	32.2	25.6	3.7	3.5	11.4	10.4	1.7	2.1
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	7,113	16.3	8.7	9.6	8.8	1.1	1.0	8.0	8.0	2.2	2.3
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	2,063	34.7	22.4	13.5	11.1	2.5	2.2	9.8	8.2	2.8	3.4
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	9,384	na	847.9	810.9	85.5	16.5	12.8	63.4	34.5	0.1	0.2
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	2,861	na	na	na	63.5	3.2	3.2	55.0	21.9	0.0	0.0
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	1,077	(10.3)	57.7	40.8	25.9	2.0	1.9	13.6	11.6	1.2	2.0
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	12,093	98.4	23.2	46.5	37.7	2.2	2.1	17.9	15.9	0.8	1.0
Ryman	RYM NZ	New Zealand	5,177	(7.6)	29.0	32.1	24.9	2.9	2.3	35.5	25.4	1.5	1.9
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	1,914	65.2	5.3	36.6	34.8	2.8	2.7	20.2	18.8	2.0	1.8
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	1,742	150.3	(32.9)	18.6	27.8	6.5	6.1	13.1	19.9	3.0	2.0
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	11,100	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	3,197	0.5	57.9	87.4	55.3	5.9	5.8	39.2	28.7	1.1	1.8
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	1,263	176.2	(34.9)	17.2	26.4	7.8	7.6	13.4	20.1	4.1	2.7
Ladprao General Hospital *	LPH TB	Thailand	141	49.6	(13.0)	20.9	24.0	3.0	2.9	11.6	12.4	3.8	3.3
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	239	3.9	20.0	37.4	31.2	1.9	1.8	13.8	12.1	1.2	1.4
Rajthanee Hospital *	RJH TB	Thailand	312	76.6	(21.5)	15.7	20.0	5.9	5.8	10.9	13.4	5.1	4.0
Ratchaphruek Hospital *	RPH TB	Thailand	104	13.0	18.2	32.4	27.4	2.5	2.4	17.0	15.3	2.3	2.8
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	774	na	123.4	164.8	73.8	3.3	3.2	26.4	22.3	0.4	0.9
<b>Average</b>				<b>46.9</b>	<b>67.9</b>	<b>86.4</b>	<b>36.0</b>	<b>4.3</b>	<b>3.9</b>	<b>22.7</b>	<b>18.0</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>

Source: Bloomberg

Note: \* Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 24 Aug 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 และศัลยกรรมโดยใช้กล้องจุลทรรศน์, ผู้ป่วยทารกแรกเกิดระยะวิกฤต (NICU), ศูนย์หัวใจ และศูนย์โรคหลอดเลือดสมอง

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- เป็นหนึ่งในกลุ่มโรงพยาบาลขนาดใหญ่ของประเทศไทยที่มีประสบการณ์ที่แข็งแกร่ง และมีแบรนด์ที่มีชื่อเสียงในการให้บริการด้านดูแลสุขภาพ
- โรงพยาบาลของ CHG ตั้งอยู่ทำเลที่ดี (ชุมชน โรงงาน และนิคมอุตสาหกรรม)
- มีโรงเรียนฝึกหัดพยาบาลของตัวเอง รองรับความต้องการของกลุ่ม

## O — Opportunity

- มีโรงพยาบาลรัฐที่จำกัดในประเทศไทย
- การขยายขีดความสามารถในการรองรับความต้องการด้านการดูแลสุขภาพสุขภาพในอนาคต
- แนวโน้มผู้สูงอายุเพิ่มขึ้น
- ผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นจากประเทศเพื่อนบ้าน
- ผู้ติดเชื้อโควิดเพิ่มขึ้น

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	4.44	4.80	8%
Net profit 21F (Bt m)	1,662	2,421	46%
Net profit 22F (Bt m)	1,280	1,577	23%
Consensus REC	BUY: 13	HOLD: 6	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไร และราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อรายได้จากบริการโควิด และบริการโรคทั่วไป

Sources: Bloombe1rg 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

- เครื่องขายโรงพยาบาลขนาดใหญ่ที่เติบโตอย่าง BDMS ซึ่งกำลังเข้ามาแย่งตลาดระดับกลาง
- ความเสี่ยงจากนโยบายของภาครัฐ ผู้ติดเชื้อโควิดเพิ่มขึ้น

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากกลยุทธ์ในการผลักดันรายได้จากธุรกิจผู้ป่วยเงินสดของ CHG แย่กว่าที่เราคาด จะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- หากอัตราการเบิกเงินคืนสำหรับ Adjusted Relative Weight (RW) ภายใต้โครงการประกันสังคมและประกันสุขภาพถ้วนหน้าลดลงในอนาคต จะทำให้มีความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- เนื่องจากการขยายขีดความสามารถในการรองรับในช่วงหลายปีข้างหน้า โรงพยาบาลใหม่ของ CHG อาจทำกำไรให้ช้ากว่าที่เราคาด
- หากมีการแข่งขันจากผู้ประกอบการเอกชนมากขึ้นหรือมีผู้ประกอบการใหม่เข้ามาแย่งตลาดไทย จะมีความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	5,166	5,433	9,241	7,503	7,251
Cost of sales	3,629	3,685	5,583	5,038	4,922
<b>Gross profit</b>	<b>1,536</b>	<b>1,748</b>	<b>3,658</b>	<b>2,465</b>	<b>2,329</b>
% gross margin	29.7%	32.2%	39.6%	32.9%	32.1%
Selling & administration expenses	672	673	929	808	819
<b>Operating profit</b>	<b>864</b>	<b>1,075</b>	<b>2,729</b>	<b>1,657</b>	<b>1,510</b>
% operating margin	16.7%	19.8%	29.5%	22.1%	20.8%
Depreciation & amortization	343	370	373	385	409
<b>EBITDA</b>	<b>1,207</b>	<b>1,445</b>	<b>3,102</b>	<b>2,042</b>	<b>1,920</b>
% EBITDA margin	23.4%	26.6%	33.6%	27.2%	26.5%
Non-operating income	25	32	313	336	277
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(40)	(36)	(19)	(6)	(2)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>849</b>	<b>1,071</b>	<b>3,023</b>	<b>1,987</b>	<b>1,786</b>
Income tax	184	219	605	397	339
<b>After-tax profit</b>	<b>665</b>	<b>852</b>	<b>2,419</b>	<b>1,590</b>	<b>1,446</b>
% net margin	12.9%	15.7%	26.2%	21.2%	19.9%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	41	24	3	(13)	(20)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>705</b>	<b>877</b>	<b>2,421</b>	<b>1,577</b>	<b>1,426</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>705</b>	<b>877</b>	<b>2,421</b>	<b>1,577</b>	<b>1,426</b>
EPS (Bt)	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
Normalized EPS (Bt)	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1

*2021F earnings are driven by COVID-19 treatment and tests*

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	1,764	1,763	2,415	2,117	2,668
Cash & cash equivalent	521	580	432	482	1,092
Account receivables	1,058	983	1,671	1,357	1,311
Inventories	161	179	275	248	236
Others	25	22	37	30	29
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	4,335	4,167	4,359	4,488	4,292
Other assets	167	271	401	328	310
<b>Total assets</b>	<b>6,266</b>	<b>6,201</b>	<b>7,175</b>	<b>6,933</b>	<b>7,270</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	1,682	1,429	1,325	1,036	995
Account payables	607	570	918	828	809
Bank overdraft & ST loans	820	570	152	13	4
Current LT debt	146	136	35	3	1
Others current liabilities	109	153	220	192	181
<b>Total LT debt</b>	<b>573</b>	<b>407</b>	<b>106</b>	<b>9</b>	<b>3</b>
Others LT liabilities	115	171	255	209	197
<b>Total liabilities</b>	<b>2,370</b>	<b>2,008</b>	<b>1,686</b>	<b>1,253</b>	<b>1,196</b>
Minority interest	193	169	166	179	199
Preferred 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
<b>Retained earnings</b>	<b>1,456</b>	<b>1,778</b>	<b>3,077</b>	<b>3,255</b>	<b>3,630</b>
Shareholders' equity	3,702	4,024	5,323	5,501	5,876
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>6,266</b>	<b>6,201</b>	<b>7,175</b>	<b>6,933</b>	<b>7,270</b>

*New cancer center and hospital due to be operational in 2022-23*

Sources: Company data, Thanachart estimates

## CASH FLOW STATEMENT

*Strong and sustainable cash inflow streams*

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	849	1,071	3,023	1,987	1,786
Tax paid	(158)	(193)	(556)	(417)	(347)
Depreciation & amortization	343	370	373	385	409
Chg In working capital	(103)	20	(437)	252	39
Chg In other CA & CL / minorities	37	20	2	(2)	(2)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>968</b>	<b>1,288</b>	<b>2,405</b>	<b>2,205</b>	<b>1,884</b>
Capex	(733)	(186)	(550)	(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	(55)	18	(2)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(687)</b>	<b>(250)</b>	<b>(610)</b>	<b>(487)</b>	<b>(207)</b>
Debt financing	312	(426)	(820)	(269)	(16)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(550)	(550)	(1,122)	(1,399)	(1,051)
Warrants & other surplus	(16)	(5)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(254)</b>	<b>(980)</b>	<b>(1,943)</b>	<b>(1,668)</b>	<b>(1,067)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>235</b>	<b>1,103</b>	<b>1,855</b>	<b>1,705</b>	<b>1,684</b>

## VALUATION

*Inexpensive valuation, in our view*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	59.0	47.4	17.2	26.4	29.2
Normalized PE - at target price (x)	74.9	60.2	21.8	33.5	37.0
PE (x)	59.0	47.4	17.2	26.4	29.2
PE - at target price (x)	74.9	60.2	21.8	33.5	37.0
EV/EBITDA (x)	35.3	29.1	13.4	20.1	21.1
EV/EBITDA - at target price (x)	44.6	36.9	17.0	25.6	26.9
P/BV (x)	11.2	10.3	7.8	7.6	7.1
P/BV - at target price (x)	14.3	13.1	9.9	9.6	9.0
P/CFO (x)	42.9	32.3	17.3	18.9	22.1
Price/sales (x)	8.0	7.7	4.5	5.5	5.7
Dividend yield (%)	1.3	1.3	4.1	2.7	2.4
FCF Yield (%)	0.6	2.7	4.5	4.1	4.1
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
EPS	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
DPS	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
BV/share	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
CFO/share	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
FCF/share	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

**Strong-profitability  
company**

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	17.2	5.2	70.1	(18.8)	(3.4)
Net profit (%)	11.3	24.3	176.2	(34.9)	(9.6)
EPS (%)	11.3	24.3	176.2	(34.9)	(9.6)
Normalized profit (%)	11.3	24.3	176.2	(34.9)	(9.6)
Normalized EPS (%)	11.3	24.3	176.2	(34.9)	(9.6)
Dividend payout ratio (%)	78.0	62.7	70.0	70.0	70.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	29.7	32.2	39.6	32.9	32.1
Operating margin (%)	16.7	19.8	29.5	22.1	20.8
EBITDA margin (%)	23.4	26.6	33.6	27.2	26.5
Net margin (%)	12.9	15.7	26.2	21.2	19.9
D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.3	0.1	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.1	(0.0)	(0.1)	(0.2)
Interest coverage - EBIT (x)	21.4	30.2	144.2	295.6	na
Interest coverage - EBITDA (x)	29.8	40.5	163.9	364.3	na
ROA - using norm profit (%)	11.8	14.1	36.2	22.4	20.1
ROE - using norm profit (%)	19.4	22.7	51.8	29.1	25.1
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	18.3	22.1	51.7	29.4	25.4
- asset turnover (x)	0.9	0.9	1.4	1.1	1.0
- operating margin (%)	17.2	20.4	32.9	26.6	24.6
- leverage (x)	1.6	1.6	1.4	1.3	1.2
- interest burden (%)	95.5	96.8	99.4	99.7	99.9
- tax burden (%)	78.3	79.6	80.0	80.0	81.0
WACC (%)	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
ROIC (%)	15.7	18.1	47.9	25.6	24.3
NOPAT (Bt m)	677	856	2,183	1,325	1,223
invested capital (Bt m)	4,720	4,558	5,184	5,043	4,792

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

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

### Recommendation Structure:

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

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

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 96 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ADVA16C2110A, AEON16C2108A, AMAT16C2112A, AOT16C2109A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BCH16C2109A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BGR16C2110A, BH16C2109A, CBG16C2108A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CHG16C2111A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2109A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2108A, CPN16C2109A, DELT16C2108A, DELT16C2109A, DOHO16C2111A, DTAC16C2112A, EA16C2108A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GULF16C2112A, GUNK16C2108A, GUNK16C2110A, HANA16C2112A, IRPC16C2108A, IRPC16C2110A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMAR16C2111A, JMT16C2110A, KBAN16C2108A, KBAN16C2109A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, MEGA16C2112A, MINT16C2109A, MINT16C2112A, MTC16C2108A, MTC16C2109A, MTC16C2112A, OR16C2108A, OR16C2109A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTT16C2109A, PTT16C2112A, PTTE16C2112A, 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, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRIM, BH, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, STA, STEC, STGT, TASCO, TOP, TQM, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัททูธนชาติ 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)

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

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

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

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

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลังงาน , บีโตร์เคมี, กระจดาษ

จักร เรื่องสินภัญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุทัศน์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุณนาค

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรชดา สรทรง

Tel: 662-779-9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

Tel: 662-779-9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย

Tel: 662-779-9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

---

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุลล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรานี

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

---