

HOLD (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 136.00 (From: Bt 131.00)

Upside : 1.1%

3 SEPTEMBER 2021

Bumrungrad Hospital Pcl (BH TB)

เต็มมูลค่า

เรายังคงแนะนำ “ถือ” BH เนื่องจากเราเชื่อว่าราคาหุ้นของบริษัทฯ ได้สะท้อนการฟื้นตัวของกำไรที่แข็งแกร่งหลังจากสถานการณ์โควิดในประเทศสงบลงแล้ว และประเทศกำลังทยอยเปิดดำเนินการกิจกรรมต่างๆ อีกครั้งในปลายปีหน้า ราคาปัจจุบันคิดเป็น PE ที่ 38.7 เท่า บนฐานกำไรปกติในปี 2025F



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

คงคำแนะนำ “ถือ”

เรายังคงคำแนะนำ “ถือ” BH 1) เราเชื่อว่าราคาหุ้นปัจจุบันซื้อขายที่ระดับเหมาะสม ซึ่งสะท้อนถึงมูลค่าส่วนลดที่ 38.7 เท่า PE บนคาดการณ์กำไรที่กลับไปในระดับปกติในปี 2025F ซึ่งเราคาดว่าจำนวนผู้ป่วยต่างชาติจะเข้าสู่ภาวะปกติแล้ว 2) แม้เราคาดว่า EPS จะเติบโตแข็งแกร่งที่ 69% และ 49% ในปี 2022-23F แต่เรามองว่าได้สะท้อนใน PE ที่ซื้อขายที่ 66 เท่า และ 44 เท่า ในปีเหล่านี้แล้ว 3) ยังคงมีความเสี่ยงจากการแข่งขันจากผู้เล่นใหม่ ซึ่งปัญหาการขาดแคลนเตียงโควิด วัคซีน และการทดสอบเชื้อโควิด ในช่วงวิกฤตโควิดนี้ ได้ช่วยให้โรงพยาบาลใหม่ เช่น โรงพยาบาลเมตพาร์ค และโรงพยาบาลวิมุตติ เป็นที่รู้จักเร็วขึ้นอย่างมาก และ 4) กลยุทธ์ด้านราคาช่วยหนุนอัตรากำไรดำเนินงานของ BH แต่ทำให้ ROE ยังคงอยู่ในระดับต่ำกว่าที่รอบก่อนหน้าที่ 25%+

ปรับลดประมาณการกำไร

BH เป็นโรงพยาบาลชั้นนำในไทย เพื่อรักษาคุณภาพในการให้บริการที่สูง โรงพยาบาลจึงไม่ได้ให้ความสำคัญกับบริการโควิดมากนัก โดยคิดเป็นเพียง 5% ของรายได้ใน 1H21 ขณะที่ไม่ได้ประโยชน์จากบริการโควิดมากนัก BH ยังถูกกระทบจากรายได้ผู้ป่วยเงินสดที่ลดลงจากการไม่มีผู้ป่วยต่างชาติที่บินเข้ามาและผู้ป่วยชาวไทยและต่างชาติในประเทศที่ชะลอการเข้ามาใช้บริการ รายได้ผู้ป่วยชาวต่างชาติและไทยลดลง 48% และ 2% ในปี 2020 และเราคาดว่าจะลดลง 15% และ 4% ในปี 2021F ตามลำดับ เนื่องจากผลการดำเนินงาน 2Q21 ที่อ่อนแอ ผลกระทบจากการล็อกดาวน์ใน 3Q21F และการเปิดประเทศที่ล่าช้าออกไปยัง 4Q21F เราจึงปรับลดกำไรลง 20%, 15% และ 2% ในปี 2021-23F ด้วยปรับมาใช้ฐาน 2022 ราคาเป้าหมายของเราจึงเพิ่มขึ้นเป็น 136 บาท จาก 131 บาท

เพิ่มเติมรองรับโควิด

ด้วยความต้องการบริการโควิดที่สูงขึ้น และผู้ป่วยชาวไทยและต่างชาติที่อ่อนแอ BH จึงตัดสินใจเพิ่มขีดความสามารถในการรองรับโควิดมากขึ้น โดยเพิ่มเติมผู้ป่วยโควิดในโรงพยาบาลเป็น 80 เตียง ในเดือนส.ค. จาก 65 เตียง ในเดือนมิ.ย.2021 และให้บริการ hospitel 111 เตียง ที่โรงแรม SO/Bangkok ในเดือนส.ค. อัตราการเข้าพักใน hospitel อยู่ที่ 30-35% และ BH อาจจะมี hospitel อีก 1 แห่ง เมื่อรวมกับรายได้จากวัคซีน Moderna ใน 4Q21 เราคาดว่ากำไรจากโควิดในปี 2021F อยู่ที่ 75 ลบ. (8% ของกำไรรวม) และ 70 ลบ. ในปี 2022F และ 41 ลบ. ในปี 2023F

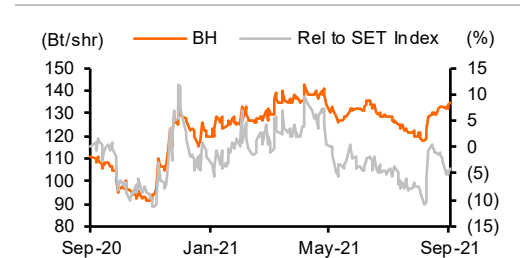
ยังคงใช้กลยุทธ์ด้านราคาต่อเนื่อง

BH เริ่มทำกลยุทธ์ด้านราคาตั้งแต่ปลายปี 2018 หลังจากที่สูงขึ้นส่วนแบ่งตลาดไปโดยเฉพาะในส่วนของผู้ป่วยชาวไทย กำไรของบริษัทฯ เติบโตเพียง 5% ในปี 2018 และลดลง 10% ในปี 2019 กลยุทธ์นี้ถูกนำมาใช้เพิ่มขึ้นในช่วงโควิดตั้งแต่ปี 2020 เราคาดว่าบริษัทฯ จะยังคงใช้กลยุทธ์นี้ต่อเนื่องไปอย่างน้อยในอีกหลายปีข้างหน้าหลังโควิด เพื่อปกป้องส่วนแบ่งตลาด โดยเฉพาะเมื่อการแข่งขันใหม่เริ่มเข้ามา เราจึงคาดว่าอัตรากำไรจากการดำเนินงานในปีที่ประเทศกลับมาเปิดดำเนินการอย่างเต็มรูปแบบ ในปี 2023F จะยังคงต่ำอยู่ที่ 17% เทียบกับ 26% ในปี 2017 และ ROE อยู่ที่ 15.0% เทียบกับ 25.6%

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	12,315	12,048	13,960	15,971
Net profit	1,204	968	1,622	2,424
Consensus NP	—	1,068	2,279	3,154
Diff frm cons (%)	—	(9.4)	(28.8)	(23.2)
Norm profit	1,199	960	1,622	2,424
Prev. Norm profit	—	1,205	1,904	2,479
Chg frm prev (%)	—	(20.4)	(14.8)	(2.2)
Norm EPS (Bt)	1.5	1.2	2.0	3.1
Norm EPS grw (%)	(68.2)	(20.0)	69.0	49.4
Norm PE (x)	89.1	111.4	65.9	44.1
EV/EBITDA (x)	41.1	44.6	32.8	25.1
P/BV (x)	5.8	6.3	6.6	6.6
Div yield (%)	2.4	2.3	2.3	2.3
ROE (%)	6.2	5.4	9.8	15.0
Net D/E (%)	(29.8)	(23.9)	(22.6)	(22.1)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 3-Sep-21 (Bt)	134.50
Market Cap (US\$ m)	3,276.8
Listed Shares (m shares)	794.6
Free Float (%)	49.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	5.4
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

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

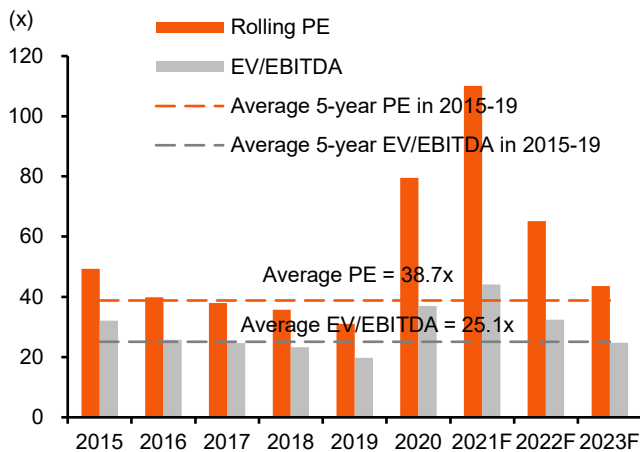


Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Non-COVID patient revenue (Bt m)					
- New	18,409	12,315	11,130	13,471	15,784
- Old	—	—	11,881	14,991	17,309
- Change (%)	—	—	(6.3)	(10.1)	(8.8)
COVID-related revenue (Bt m)					
- New	—	—	927	510	204
- Old	—	—	—	—	—
- Change (%)	—	—	—	—	—
Normalized profit (Bt m)					
- New	3,760	1,199	960	1,622	2,424
- Old	—	—	1,205	1,904	2,479
- Change (%)	—	—	(20.4)	(14.8)	(2.2)

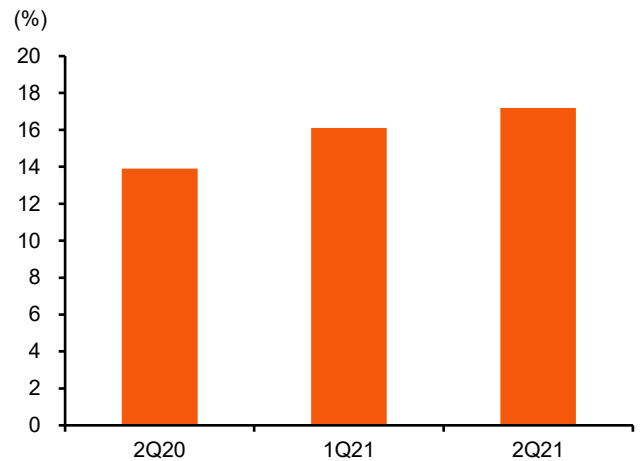
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: BH's Rolling PE And EV/EBITDA



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: BH's Price Discount



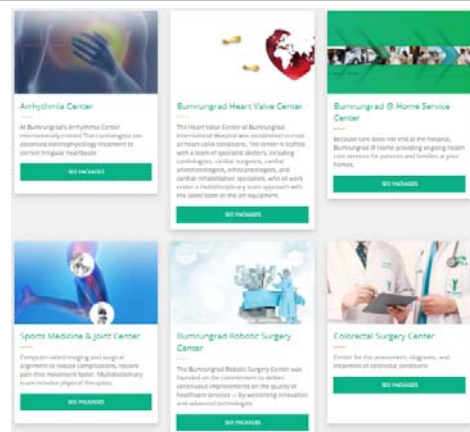
Source: Company data

Ex 4: Digital Gift Card



Source: Company data

Ex 5: Online Store With 349 Packages From 42 Clinics



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	3,108	4,119	4,925	5,601	6,120	6,581	7,045	7,538	8,063	8,621	9,215	—
Free cash flow	1,822	2,077	3,757	4,354	4,851	5,252	5,647	6,058	6,495	6,959	7,452	147,579
PV of free cash flow	1,817	1,843	3,138	3,426	3,514	3,567	3,595	3,615	3,634	3,650	3,485	69,010
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.6											
WACC (%)	6.2											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value -	104,293											
add investments												
Net debt (end-2021F)	(4,142)											
Minority interest	307											
Equity value	108,128											
# of shares (m)	795											
Equity value/share (Bt)	136.00											

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 (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Ramsay Healthcare	RHC AU	Australia	12,236	19.8	11.3	35.0	31.4	4.0	3.9	13.1	12.3	1.6	1.9
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	7,259	16.3	7.3	9.9	9.2	1.2	1.1	8.7	8.2	1.7	1.8
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	1,861	22.7	22.7	13.4	10.9	2.2	1.9	9.9	8.2	3.1	3.8
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	9,879	na	848.2	840.3	88.6	17.1	13.3	65.7	35.7	0.1	0.2
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	2,972	na	na	na	64.9	3.3	3.2	56.2	22.3	0.0	0.0
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	1,129	(34.5)	121.1	57.4	26.0	2.2	2.0	15.7	12.0	1.1	1.8
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	13,404	139.7	13.2	41.9	37.0	2.4	2.2	17.0	15.9	0.8	0.9
Ryman	RYM NZ	New Zealand	5,626	(7.6)	29.0	34.0	26.3	3.1	2.5	37.1	26.5	1.4	1.8
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	1,991	69.6	2.6	36.7	35.8	2.9	2.8	20.0	19.2	2.0	1.7
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	1,720	150.3	(32.9)	18.2	27.2	6.4	5.9	12.9	19.5	3.0	2.0
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	11,402	15.6	16.1	53.2	45.9	4.2	4.0	28.7	25.8	1.0	1.2
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	3,277	(20.0)	69.0	111.4	65.9	6.3	6.6	44.6	32.8	2.3	2.3
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	1,261	176.2	(34.9)	17.0	26.1	7.7	7.5	13.2	19.9	4.1	2.7
Ladprao General Hospital *	LPH TB	Thailand	141	49.6	(13.0)	20.7	23.8	2.9	2.9	11.5	12.3	3.9	3.4
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	260	3.9	20.0	40.4	33.7	2.0	1.9	15.2	13.3	1.1	1.3
Rajthanee Hospital *	RJH TB	Thailand	310	76.6	(21.5)	15.4	19.7	5.8	5.7	10.7	13.2	5.2	4.1
Ratchaphruek Hospital *	RPH TB	Thailand	104	13.0	18.2	31.9	27.0	2.4	2.4	16.7	15.0	2.4	2.8
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	801	na	123.4	168.9	75.6	3.3	3.3	27.0	22.8	0.4	0.9
Average				46.1	70.6	90.9	37.5	4.4	4.1	23.5	18.6	2.0	1.9

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 3 Sep 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีแบรนด์แข็งแกร่ง ด้วยมีชื่อเสียงระดับนานาชาติ
- มีคุณภาพสูง และการรักษาพยาบาลโรคที่ซับซ้อนด้วยการให้บริการที่ดี
- ฐานผู้ป่วยของโรงพยาบาลเป็นกลุ่มที่มีความสามารถในการจ่ายสูง ซึ่งมีความอ่อนไหวต่อราคาต่ำกว่า

O — Opportunity

- รายได้ที่เพิ่มขึ้นน่าจะทำให้ประชาชนมีความสามารถในการใช้จ่ายสำหรับบริการด้านสุขภาพที่มีคุณภาพที่ดีขึ้นมากขึ้น
- ประชากรสูงอายุต้องการการรักษาพยาบาลที่มีความซับซ้อนมากขึ้น
- การเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน

CONSENSUS COMPARISON

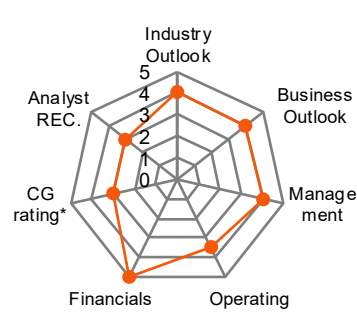
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	133.19	136.00	2%
Net profit 21F (Bt m)	1,068	968	-9%
Net profit 22F (Bt m)	2,279	1,622	-29%
Consensus REC	BUY: 5	HOLD: 14	SELL: 5

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2021-22F ของเราน่าจะต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเราให้ความระมัดระวังมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของผู้ป่วยต่างชาติ
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อกำไรในระยะยาว และการปรับมาใช้ปีฐาน 2022F

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

- มีการให้บริการที่จำกัดด้วยมีโรงพยาบาลเพียงแห่งเดียว

T — Threat

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

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากจำนวนผู้ป่วยชาวไทยและชาวต่างชาติสูงหรือต่ำกว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- ถ้าค่ารักษาพยาบาลและอัตรากำไรสูงหรือต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Revenue is impacted by
COVID-19

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	18,409	12,315	12,048	13,960	15,971
Cost of sales	10,285	7,677	7,679	8,411	9,223
Gross profit	8,124	4,638	4,370	5,549	6,748
% gross margin	44.1%	37.7%	36.3%	39.8%	42.3%
Selling & administration expenses	3,751	3,394	3,349	3,776	4,033
Operating profit	4,373	1,244	1,021	1,773	2,715
% operating margin	23.8%	10.1%	8.5%	12.7%	17.0%
Depreciation & amortization	1,223	1,220	1,284	1,376	1,404
EBITDA	5,596	2,464	2,304	3,149	4,119
% EBITDA margin	30.4%	20.0%	19.1%	22.6%	25.8%
Non-operating income	309	252	244	263	276
Non-operating expenses	(6)	0	0	0	0
Interest expense	(127)	(128)	(148)	(89)	(45)
Pre-tax profit	4,549	1,369	1,117	1,947	2,947
Income tax	773	150	145	312	508
After-tax profit	3,776	1,219	972	1,636	2,439
% net margin	20.5%	9.9%	8.1%	11.7%	15.3%
Shares in affiliates' Earnings	(3)	(2)	(10)	(11)	(12)
Minority interests	(13)	(17)	(2)	(2)	(3)
Extraordinary items	(12)	5	8	0	0
NET PROFIT	3,748	1,204	968	1,622	2,424
Normalized profit	3,760	1,199	960	1,622	2,424
EPS (Bt)	4.7	1.5	1.2	2.0	3.1
Normalized EPS (Bt)	4.7	1.5	1.2	2.0	3.1

BALANCE SHEET

Strong balance sheet

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	11,736	10,801	9,120	7,094	7,452
Cash & cash equivalent	8,490	8,138	6,700	4,500	4,500
Account receivables	2,748	2,206	1,981	2,104	2,407
Inventories	330	309	295	323	354
Others	168	148	145	168	192
Investments & loans	1,396	76	76	76	76
Net fixed assets	11,860	11,726	11,983	11,734	11,830
Other assets	1,189	1,619	1,563	1,507	1,494
Total assets	26,181	24,222	22,741	20,411	20,851
LIABILITIES:					
Current liabilities:	2,639	4,418	4,542	2,904	3,205
Account payables	870	704	736	807	884
Bank overdraft & ST loans	0	0	2,558	771	843
Current LT debt	0	2,497	0	0	0
Others current liabilities	1,769	1,217	1,247	1,326	1,477
Total LT debt	2,513	21	0	0	0
Others LT liabilities	764	946	874	983	1,125
Total liabilities	5,916	5,385	5,416	3,887	4,330
Minority interest	292	305	307	309	312
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	15,723	14,919	14,914
Shareholders' equity	19,973	18,532	17,018	16,214	16,210
Liabilities & equity	26,181	24,222	22,741	20,411	20,851

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

	FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<i>Sustainable cash inflow</i>						
Earnings before tax		4,549	1,369	1,117	1,947	2,947
Tax paid		(767)	(550)	(17)	(364)	(453)
Depreciation & amortization		1,223	1,220	1,284	1,376	1,404
Chg In working capital		(220)	397	272	(81)	(256)
Chg In other CA & CL / minorities		(22)	(138)	(105)	97	60
Cash flow from operations		4,763	2,298	2,551	2,975	3,702
Capex		(1,827)	(1,045)	(1,500)	(1,086)	(1,500)
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)	(56)	124	155
Cash flow from investments		(2,865)	(14)	(1,556)	(962)	(1,345)
Debt financing		(179)	10	48	(1,787)	72
Capital increase		0	230	(0)	0	0
Dividends paid		(2,151)	(2,544)	(2,481)	(2,426)	(2,429)
Warrants & other surplus		(78)	(332)	0	0	0
Cash flow from financing		(2,408)	(2,636)	(2,432)	(4,213)	(2,357)
Free cash flow		2,935	1,253	1,051	1,889	2,202

VALUATION

	FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<i>Valuation not cheap in our view</i>						
Normalized PE (x)		28.4	89.1	111.4	65.9	44.1
Normalized PE - at target price (x)		28.7	90.1	112.6	66.6	44.6
PE (x)		28.4	88.8	110.5	65.9	44.1
PE - at target price (x)		28.8	89.7	111.7	66.6	44.6
EV/EBITDA (x)		18.0	41.1	44.6	32.8	25.1
EV/EBITDA - at target price (x)		18.2	41.6	45.1	33.1	25.3
P/BV (x)		5.3	5.8	6.3	6.6	6.6
P/BV - at target price (x)		5.4	5.8	6.4	6.7	6.7
P/CFO (x)		22.4	46.5	41.9	35.9	28.9
Price/sales (x)		5.8	8.7	8.9	7.7	6.7
Dividend yield (%)		2.2	2.4	2.3	2.3	2.3
FCF Yield (%)		2.8	1.2	1.0	1.8	2.1
(Bt)						
Normalized EPS		4.7	1.5	1.2	2.0	3.1
EPS		4.7	1.5	1.2	2.0	3.1
DPS		2.9	3.2	3.0	3.1	3.1
BV/share		25.2	23.3	21.4	20.4	20.4
CFO/share		6.0	2.9	3.2	3.7	4.7
FCF/share		3.7	1.6	1.3	2.4	2.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

*Margin and ROE not yet
back at the normal level
in 2022-23F*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	0.8	(33.1)	(2.2)	15.9	14.4
Net profit (%)	(9.7)	(67.9)	(19.6)	67.7	49.4
EPS (%)	(9.7)	(67.9)	(19.6)	67.7	49.4
Normalized profit (%)	(9.5)	(68.1)	(20.0)	69.0	49.4
Normalized EPS (%)	(9.6)	(68.2)	(20.0)	69.0	49.4
Dividend payout ratio (%)	62.2	211.2	250.0	150.0	100.0
Operating performance					
Gross margin (%)	44.1	37.7	36.3	39.8	42.3
Operating margin (%)	23.8	10.1	8.5	12.7	17.0
EBITDA margin (%)	30.4	20.0	19.1	22.6	25.8
Net margin (%)	20.5	9.9	8.1	11.7	15.3
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
Interest coverage - EBIT (x)	34.4	9.7	6.9	20.0	61.0
Interest coverage - EBITDA (x)	44.1	19.3	15.6	35.5	92.5
ROA - using norm profit (%)	14.8	4.8	4.1	7.5	11.7
ROE - using norm profit (%)	19.6	6.2	5.4	9.8	15.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	19.7	6.3	5.5	9.8	15.0
- asset turnover (x)	0.7	0.5	0.5	0.6	0.8
- operating margin (%)	25.4	12.1	10.5	14.6	18.7
- leverage (x)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
- interest burden (%)	97.3	91.5	88.3	95.6	98.5
- 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	6.9	11.6	18.0
NOPAT (Bt m)	3,630	1,108	888	1,489	2,247
invested capital (Bt m)	13,996	12,912	12,877	12,486	12,553

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 97 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ADVA16C2110A, AMAT16C2112A, AOT16C2109A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BCH16C2109A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, BH16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CHG16C2111A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2109A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2112A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GULF16C2112A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, HANA16C2112A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMAR16C2111A, JMT16C2110A, KBAN16C2109A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, MEGA16C2112A, MINT16C2109A, MINT16C2112A, MTC16C2109A, MTC16C2112A, OR16C2109A, OR16C2112A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTT16C2109A, PTT16C2112A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RS16C2109A, RS16C2112A, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016C2109C, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016P2109A, S5016P2109B, S5016P2112A, S5016P2112B, SAWA16C2112A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCC16C2112A, SCGP16C2109A, STA16C2112A, STEC16C2110A, STGT16C2111A, TASC16C2109A, TOP16C2112A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRIM, BH, CBG, CHG, COM7, CPAL, 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, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลีสซิ่ง 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 ราชธานีลีสซิ่ง 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 ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท 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 เรื่องสินภิญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธาณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุทัศน์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุนนาค

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

สรัชดา ศรทรง

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

สิทธิเชษฐ์ 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 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
