

BUY (Unchanged)
Company Update

TP: Bt 4.80
Upside : 27.0%

(Unchanged)
22 SEPTEMBER 2021

Small Cap Research

Chularat Hospital Pcl (CHG TB)

เติบโตต่อเนื่อง

รายได้จากการให้บริการโควิดของ CHG ไม่ได้ลดลงตามรายงานการลดลงของจำนวนผู้ติดเชื้อของประเทศ นอกจากนี้เรายังคาดว่าบริษัทฯ จะเพิ่มจำนวนเตียงสำหรับผู้ป่วยโรคทั่วไปเพื่อรองรับความต้องการที่เพิ่มขึ้นใน 4Q21F เรามองว่าราคาหุ้นที่ลดลงเป็นโอกาสในการเข้า "ซื้อ"



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 - 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

ความต้องการรับบริการเกี่ยวกับโควิดยังไม่ลดลง

แม้รายงานผู้ติดเชื้อโควิดของประเทศไทยจะลดลง แต่ความต้องการบริการเกี่ยวกับโควิดของ CHG ยังคงไม่ลดลง ขณะที่บริษัทฯ ต้องเพิ่มเตียงใน hospital อีกจาก 7,000+ เตียง ในช่วงกลางเดือนสิงหาคม เป็น 8,000+ ในกลางเดือนกันยายน ด้วยอัตราการเข้าพักยังคงสูงถึง 85% ความต้องการที่แข็งแกร่งของ CHG ได้รับแรงหนุนจากระดับผู้ป่วยโควิดที่สูงในภาคตะวันออกเฉียงเหนือของประเทศไทย ซึ่งเครือโรงพยาบาล CHG ตั้งอยู่

เพิ่มเตียงสำหรับผู้ป่วยโรคทั่วไป

เนื่องจากการชะลอการเข้ารับการรักษาและการผ่าตัดในโรงพยาบาล เช่น โรคหัวใจ กระดูก และกระดูกสันหลัง อันเป็นผลมาจากวิกฤตโควิดที่ทวีความรุนแรงขึ้นตั้งแต่ 2Q21 CHG จึงคาดว่าจะอุปสงค์ที่ถูกเลื่อนมา จะเริ่มเข้ามาใน 4Q21 แต่อย่างไรก็ตาม จากจำนวนเตียงในโรงพยาบาลที่เปิดให้บริการทั้งหมดราว 850 เตียง ในจำนวนนี้ราว 600 เตียงถูกใช้สำหรับผู้ป่วยที่ติดเชื้อโควิด และเตียงที่เหลือสำหรับผู้ป่วยโรคทั่วไป ซึ่งเป็นจำนวนที่น้อยไป ดังนั้น CHG จึงมีแผนที่จะเปิดโรงพยาบาลสนามขนาด 600 เตียง โดยครึ่งหนึ่งจะเปิดให้บริการก่อนในเดือนตุลาคม 2021 (ล่าช้าจากกลางเดือนกันยายน) ดังนั้น CHG จึงสามารถลดจำนวนเตียงสำหรับผู้ป่วยโควิดที่โรงพยาบาลลง เพื่อนำมาให้บริการแก่ผู้ป่วยโรคทั่วไปใน 4Q21F ได้

กำไร 2H21F แข็งแกร่ง

เราคาดว่า CHG จะรายงานกำไรสุทธิ 867 ลบ. ใน 3Q21F เพิ่มขึ้น 208% y-y และ 50% q-q โดยได้แรงหนุนจากรายได้บริการโควิด-19 ที่เพิ่มขึ้น รายได้จากการบริหารจัดการศูนย์หัวใจที่เพิ่มขึ้น และอัตรากำไรที่สูงขึ้นเมื่อพิจารณาไปที่ 4Q21F แม้เราคาดว่ารายได้บริการโควิดจะอ่อนตัวลง แต่เราคาดว่ารายได้ผู้ป่วยเงินสดโรคทั่วไป รายได้ผู้ป่วยในโรคเรื้อรังภายใต้โครงการประกันสังคม และผู้ป่วยโรคหัวใจส่งต่อจากโครงการประกันสุขภาพถ้วนหน้าจะเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ CHG ยังคาดว่าจะมีรายได้เพิ่มขึ้นจากการบริหารโรงพยาบาล/ศูนย์หัวใจ และวัคซีน Moderna อีกด้วย เราคาดว่ากำไร 4Q21F ของ CHG จะอยู่ที่ 726 ลบ. ยังคงเพิ่มขึ้น 186% y-y แต่ลดลง 16% q-q

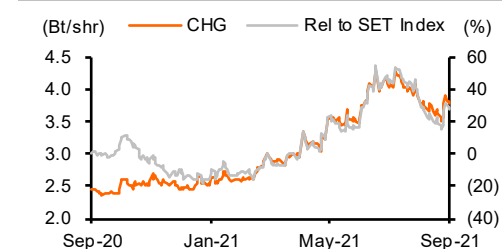
ยังคงเป็น Top Sector Pick

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" CHG และเป็น Top Pick ของเราในกลุ่มโรงพยาบาล เรามองว่า CHG ได้ประโยชน์ทั้งจากรายได้บริการโควิดในช่วงวิกฤต และอุปสงค์ที่ถูกกักไว้จากผู้ป่วยโรคทั่วไปที่ยังคงแข็งแกร่งตั้งแต่ 4Q21F เป็นต้นไป แม้รายได้จากโควิดที่ลดลงคาดว่าจะส่งผลให้กำไรลดลง 35% ในปี 2022F จากฐานที่สูงในปี 2021F ซึ่ง EPS เติบโต 176% แต่เรายังคงคาดว่ากำไรปี 2022F จะเพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าจากระดับก่อนเกิดโควิด-19 ในปี 2019 และหากไม่รวมกำไรจากบริการโควิด-19 เราคาดว่ากำไรของ CHG จะยังคงเติบโต 14%, 21% และ 12% ในปี 2021-23F นอกจากนี้เรายังมองว่า CHG ไม่แพง ซื้อขายที่ PE ที่ 26.4 เท่า ในปี 2022F เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ 41.3 เท่า และค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ ที่ 42 เท่า ดังนั้นเราจึงยังคงคำแนะนำ "ซื้อ" CHG

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	5,433	9,319	7,503	7,251
Net profit	877	2,421	1,577	1,426
Consensus NP	—	1,779	1,299	1,344
Diff frm cons (%)	—	36.1	21.4	6.1
Norm profit	877	2,421	1,577	1,426
Prev. Norm profit	—	2,421	1,577	1,426
Chg frm prev (%)	—	0.0	(0.0)	(0.0)
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	13.2	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	(2.4)	(8.1)	(17.8)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 22-Sep-21 (Bt)	3.78
Market Cap (US\$ m)	1,243.3
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

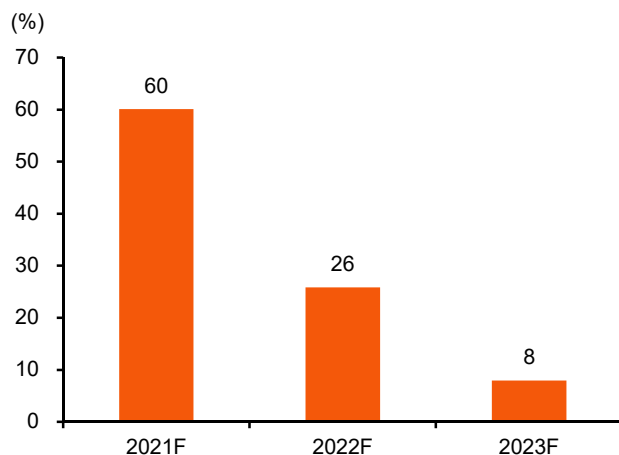
Ex 1: COVID Capacity And % Contribution To Earnings

	Hospital beds	Hospital beds	Field hospital beds	% of earnings contribution from COVID service in 2021F
BCH	1,450	16,000	940	80%
BDMS	3,200	5,000+	100*	24%
BH	80	111	—	8%
CHG	600	8,000+	—	60%
LPH	55	800	—	50%
PR9	37	100-	—	19%
RJH	127	—	1,771	46%
RPH	120	449	—	31%
THG	260	4,000	833*	152%

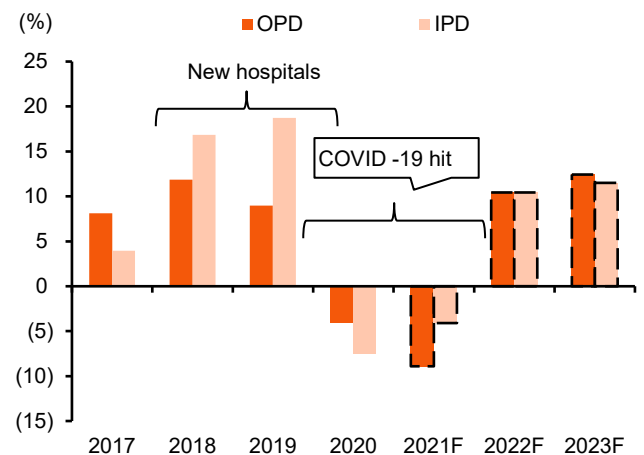
Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: As of mid-September 2021

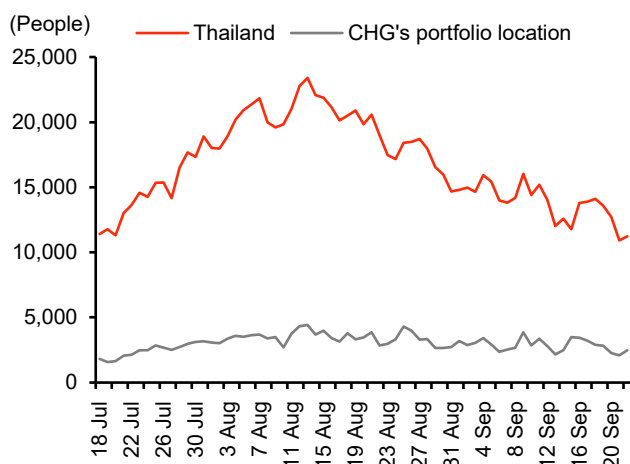
* Serve for red and yellow cases

Ex 2: CHG's Earnings Contribution From Covid Services

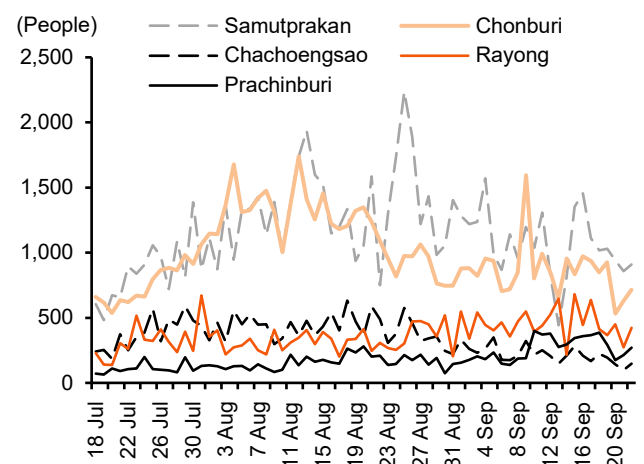
Source: Thanachart estimates

Ex 3: Cash Patient Volume Growth

Sources: Company data, Thanachart estimates

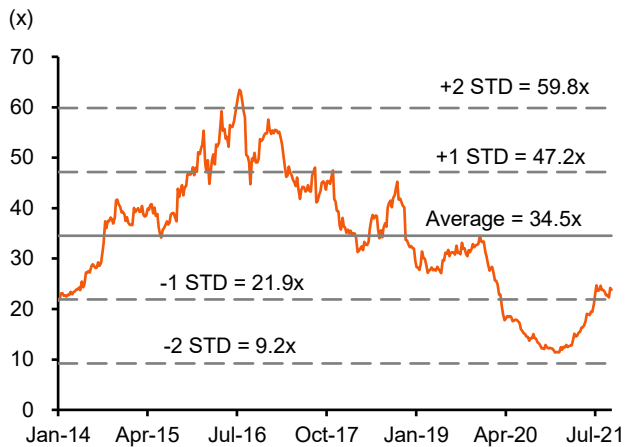
Ex 4: # Of New COVID-19 Cases

Source: Ministry of Health

Ex 5: # Of New COVID Cases Where CHG Has A Presence

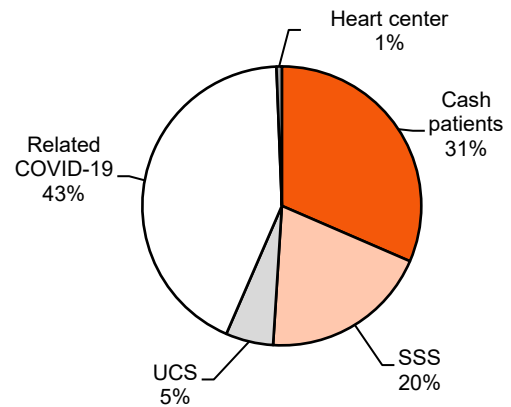
Source: Ministry of Health

Ex 6: CHG's PE Band



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 7: Revenue Breakdown In 2021F



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	1,792	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	1,787	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											
Enterprise value	53,059											
Net debt (end-2021F)	(130)											
Minority interest	166											
Equity value	53,023											
# of shares (m)	11,000											
Equity value / share (Bt)	4.80											

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	11,571	19.8	11.3	33.9	30.5	3.8	3.8	12.9	12.0	1.6	2.0
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	7,092	16.1	7.8	9.2	8.5	1.1	1.0	7.8	8.0	2.3	2.3
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	1,640	16.5	24.8	12.4	10.0	2.0	1.7	9.3	7.5	3.4	4.2
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	9,549	na	857.1	821.5	85.8	16.7	13.0	64.2	34.9	0.1	0.2
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	2,711	na	na	na	59.9	3.0	3.0	52.1	20.7	0.0	0.0
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	1,127	(34.5)	121.1	57.9	26.2	2.2	2.0	16.0	12.1	1.1	1.9
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	13,891	141.3	13.2	43.6	38.5	2.5	2.4	17.5	16.4	0.7	0.9
Ryman	RYM NZ	New Zealand	5,148	(7.6)	23.9	31.5	25.5	2.9	2.3	35.0	25.9	1.6	1.9
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	1,922	69.6	2.6	35.6	34.8	2.8	2.7	19.5	18.6	2.0	1.7
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	1,663	150.3	(32.9)	18.1	26.9	6.3	5.9	12.8	19.3	3.0	2.0
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	10,882	15.6	16.1	52.1	44.9	4.1	3.9	28.0	25.2	1.1	1.2
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	3,326	(20.0)	69.0	115.9	68.6	6.5	6.9	46.5	34.1	2.2	2.2
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	1,243	176.2	(34.9)	17.2	26.4	7.8	7.6	13.2	20.1	4.1	2.7
Ladprao General Hospital *	LPH TB	Thailand	136	49.6	(13.0)	20.4	23.4	2.9	2.8	11.4	12.2	3.9	3.4
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	245	3.9	20.0	38.9	32.4	1.9	1.9	14.5	12.7	1.2	1.4
Rajthanee Hospital *	RJH TB	Thailand	292	76.6	(21.5)	14.9	18.9	5.6	5.5	10.3	12.7	5.4	4.2
Ratchaphruek Hospital *	RPH TB	Thailand	101	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	825	na	(5.6)	58.5	61.9	3.4	3.4	19.2	23.8	1.2	1.1
Average				45.8	63.4	83.1	36.1	4.3	4.0	22.6	18.4	2.1	2.0

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 22 September 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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 ดุแลสุขภาพ
- โรงพยาบาลของ CHG ตั้งอยู่ทำเลที่ดี (ชุมชน โรงงาน และนิคม อุตสาหกรรม)
- มีโรงเรียนฝึกหัดพยาบาลของตัวเอง รองรับความต้องการของกลุ่ม

O — Opportunity

- มีโรงพยาบาลรัฐที่จำกัดในประเทศไทย
- การขยายขีดความสามารถในการรองรับความต้องการด้านการดูแล รักษาสุขภาพในอนาคต
- การเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ
- ผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นจากประเทศเพื่อนบ้าน
- ความเสี่ยงจากโควิด19

CONSENSUS COMPARISON

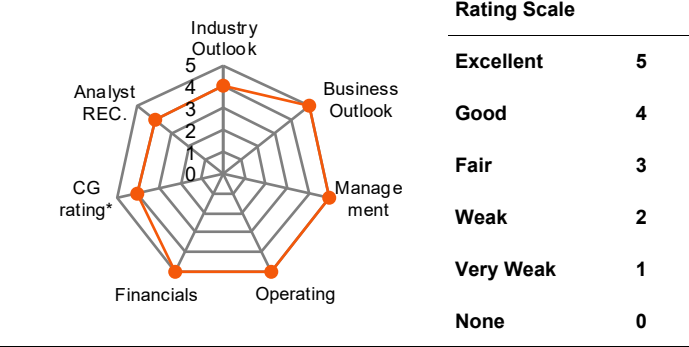
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	4.43	4.80	8%
Net profit 21F (Bt m)	1,779	2,421	36%
Net profit 22F (Bt m)	1,299	1,577	21%
Consensus REC	BUY: 15	HOLD: 4	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไร และราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อรายได้จากบริการโควิดและบริการโรค ทั่วไปของ CHG

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- มีการกระจายฐานลูกค้าที่จำกัด โดยยังคงเน้นตลาดระดับล่างถึงกลาง และตลาดระบบประกันสุขภาพของภาครัฐ

T — Threat

- เครือข่ายโรงพยาบาลขนาดใหญ่ที่เติบโตอย่าง BDMS ซึ่งกำลังเข้า มายังตลาดระดับกลาง
- ความเสี่ยงจากนโยบายของภาครัฐ ความเสี่ยงจากโควิด19

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากกลยุทธ์ในการผลักดันรายได้จากธุรกิจผู้ป่วยเงินสดของ CHG แย่ กว่าที่เราคาด จะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- หากอัตราการเบิกเงินคืนสำหรับ Adjusted Relative Weight (RW) ภายใต้โครงการประกันสังคมและประกันสุขภาพถ้วนหน้าลดลงใน อนาคต จะทำให้มีความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- เนื่องจากการขยายขีดความสามารถในการรองรับในช่วงหลายปี ข้างหน้า อาคารใหม่ของ CHG อาจทำกำไรให้ช้ากว่าที่เราคาด
- หากมีการแข่งขันจากผู้ประกอบการเอกชนมากขึ้นหรือมีผู้ประกอบการ ใหม่เข้ามายังตลาดไทย จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

*Strong, sustainable
earnings outlook in 2021-
23F*

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	5,166	5,433	9,319	7,503	7,251
Cost of sales	3,629	3,685	5,625	5,038	4,922
Gross profit	1,536	1,748	3,694	2,465	2,329
% gross margin	29.7%	32.2%	39.6%	32.9%	32.1%
Selling & administration expenses	672	673	934	808	819
Operating profit	864	1,075	2,760	1,657	1,510
% operating margin	16.7%	19.8%	29.6%	22.1%	20.8%
Depreciation & amortization	343	370	373	385	409
EBITDA	1,207	1,445	3,133	2,042	1,920
% EBITDA margin	23.4%	26.6%	33.6%	27.2%	26.5%
Non-operating income	25	32	282	336	277
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(40)	(36)	(19)	(6)	(2)
Pre-tax profit	849	1,071	3,024	1,987	1,786
Income tax	184	219	605	397	339
After-tax profit	665	852	2,419	1,590	1,446
% net margin	12.9%	15.7%	26.0%	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
NET PROFIT	705	877	2,421	1,577	1,426
Normalized profit	705	877	2,421	1,577	1,426
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

BALANCE SHEET

*New cancer center and
hospital due to begin
operating in 2022-23*

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	1,764	1,763	2,432	2,117	2,668
Cash & cash equivalent	521	580	432	482	1,092
Account receivables	1,058	983	1,685	1,357	1,311
Inventories	161	179	277	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	404	328	310
Total assets	6,266	6,201	7,195	6,933	7,270
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,682	1,429	1,339	1,036	995
Account payables	607	570	925	828	809
Bank overdraft & ST loans	820	570	157	13	4
Current LT debt	146	136	36	3	1
Others current liabilities	109	153	221	192	181
Total LT debt	573	407	109	9	3
Others LT liabilities	115	171	257	209	197
Total liabilities	2,370	2,008	1,705	1,253	1,196
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
Retained earnings	1,456	1,778	3,077	3,255	3,630
Shareholders' equity	3,702	4,024	5,323	5,501	5,876
Liabilities & equity	6,266	6,201	7,195	6,933	7,270

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

*Strong and sustainable
cash-inflow stream*

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	849	1,071	3,024	1,987	1,786
Tax paid	(158)	(193)	(555)	(418)	(347)
Depreciation & amortization	343	370	373	385	409
Chg In working capital	(103)	20	(446)	261	39
Chg In other CA & CL / minorities	37	20	2	(2)	(2)
Cash flow from operations	968	1,288	2,397	2,213	1,884
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	(56)	19	(2)
Cash flow from investments	(687)	(250)	(611)	(486)	(207)
Debt financing	312	(426)	(811)	(278)	(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
Cash flow from financing	(254)	(980)	(1,934)	(1,677)	(1,067)
Free cash flow	235	1,103	1,847	1,713	1,684

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	13.2	20.1	21.1
EV/EBITDA - at target price (x)	44.6	36.9	16.8	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	18.8	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	4.4	4.1	4.1
(Bt)					
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, based on our
forecasts*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	17.2	5.2	71.5	(19.5)	(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
Operating performance					
Gross margin (%)	29.7	32.2	39.6	32.9	32.1
Operating margin (%)	16.7	19.8	29.6	22.1	20.8
EBITDA margin (%)	23.4	26.6	33.6	27.2	26.5
Net margin (%)	12.9	15.7	26.0	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	145.0	289.5	na
Interest coverage - EBITDA (x)	29.8	40.5	164.6	356.8	na
ROA - using norm profit (%)	11.8	14.1	36.2	22.3	20.1
ROE - using norm profit (%)	19.4	22.7	51.8	29.1	25.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	18.3	22.1	51.8	29.4	25.4
- asset turnover (x)	0.9	0.9	1.4	1.1	1.0
- operating margin (%)	17.2	20.4	32.6	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	48.4	25.5	24.3
NOPAT (Bt m)	677	856	2,208	1,325	1,223
invested capital (Bt m)	4,720	4,558	5,193	5,043	4,792

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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 117 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ADVA16C2110A, ADVA16C2201A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2109A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BCH16C2109A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, BH16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CBG16C2201A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2109A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2112A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GLOB16C2201A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GULF16C2112A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, INTU16C2201A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMT16C2110A, KBAN16C2109A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, MEGA16C2112A, MINT16C2109A, MINT16C2112A, MTC16C2109A, MTC16C2112A, OR16C2109A, OR16C2112A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTG16C2201A, PTT16C2109A, PTT16C2112A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RS16C2109A, RS16C2112A, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016C2109C, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016P2112C, S5016P2109A, S5016P2109B, S5016P2112A, S5016P2112B, SAWA16C2112A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCC16C2112A, SCGP16C2109A, SCGP16C2201A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, TASC16C2109A, TOP16C2112A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, 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, TASC, TOP, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิซซิ่ง 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 ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอัคริณี ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ 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 นิजारุณ, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	พลังงาน , ปิโตรเคมี, กระดาษ จักร เรืองสินภิญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ พัทธดนย์ บุญนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ตียะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน สรัชดา ศรีทรง Tel: 662-779-9106 sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ Tel: 662-779-9112 saksid.pha@thanachartsec.co.th	Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย Tel: 662-779-9113 siriporn.aru@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค 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 ลากินี ทิพย์มณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุลชล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัตร 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