

BUY (Unchanged)
Change in Numbers

TP: Bt 31.00
Upside : 44.9%

(From: Bt30.00)
30 NOVEMBER 2021

Small Cap Research

Bangkok Chain Hospital (BCH TB)

ราคาถูก พื้นฐานดี

เรามองว่ามูลค่าของ BCH เข้าสู่แดนที่ถูกมากที่ 22.1 เท่า ในปี 2022F และเรายังคงแนะนำ "ซื้อ" จำนวนผู้ติดเชื้อโควิดลดลง แต่ยังคงมีอยู่ และเรายังคงคาดว่าฐานกำไรปี 2022-23F ของ BCH จะยังคงสูงกว่าระดับปี 2019



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 – 779 9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

ถูกมากในมุมมองของเรา

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" BCH เพราะ 1) เนื่องจากราคาหุ้นของ BCH ขยับตัวช้ากว่า SET อย่างมาก เราจึงมองว่าราคาหุ้นของ BCH นั้นถูกมาก (กลุ่มโรงพยาบาลซื้อขายที่ PE ที่ 30-40 เท่า) ซื้อขายที่ PE เพียง 22.1 เท่า ในปี 2022F 2) เนื่องจากมีกำไรมหาศาลจากบริการโควิด เราจึงคาดว่า BCH จะจ่ายปันผลที่ 1.0 บาท/หุ้น หรือคิดเป็นอัตราผลตอบแทนปันผลที่ 5% สำหรับผลการดำเนินงาน 2H21F 3) เนื่องจากผู้ติดเชื้อโควิดลดลง แต่ยังคงมีอยู่ และกำไร 3Q21 แข็งแกร่งกว่าคาด เราจึงปรับเพิ่มกำไรของ BCH ขึ้น 89/17/14% ในปี 2021-23F และให้ราคาเป้าหมายที่ 31.0 บาท จาก 30.0 บาท หลังปรับคาดการณ์กำไร เราคาดว่าอัตราการเติบโตของ EPS ของ BCH จะอยู่ที่ +374/-59/-9% ในปี 2021-23F และฐานกำไรปี 2022-23F นั้นยังคงอยู่ที่ 2.3 พันลบ.ต่อปี หรือสูงกว่าปี 2019 ถึง 102%

ได้ประโยชน์จากโควิดต่อเนื่อง และกลายเป็นรายได้ประจำ

ผู้ติดเชื้อโควิดลดลง แต่ก็ยังคงมีอยู่ และด้วยนโยบายการกลับมาเปิดประเทศในช่วงที่หลายประเทศกลับมาผู้ติดเชื้อเพิ่มขึ้นก่อนฤดูหนาวที่จะมาถึง เราจึงคาดว่า BCH จะยังคงได้ประโยชน์จากโควิดต่อเนื่อง นอกจากนี้เรายังคาดว่ารายได้ที่เกี่ยวข้องกับโควิด ซึ่งได้แก่ การตรวจคัดกรองการรับผู้ป่วยใน และวัคซีนทางเลือก จะกลายเป็นรายได้ประจำ เราคาดว่ารายได้ของ BCH จากบริการที่เกี่ยวข้องกับโควิดจะอยู่ที่ 10.7/4.0/2.3 พันลบ. หรือ 55/28/16% ของรายได้รวมในปี 2021-23F

ผู้ป่วยโรคทั่วไปฟื้นตัวแข็งแกร่ง

การระบาดอย่างหนักของโควิดเกือบตลอดทั้งปี ทำให้มีการเลื่อนการเข้ารับผ่าตัดของผู้ป่วยที่ไม่เร่งด่วน (elective surgeries) และการเข้ารับการรักษาในโรงพยาบาลของผู้ป่วยเรื้อรังเงินสดและประกันสังคมออกไป เรามองว่าความต้องการเข้ารับการรักษาในโรงพยาบาลที่ถูกกักไว้จะกลับมาใน 4Q21F นอกจากนี้ BCH น่าจะได้โควตาประกันสังคมเพิ่มเติมอีก 300,000 คน ในปี 2022F หรือเพิ่มขึ้นราว 23% จากระดับปี 2021 เป็น 1.5 ล้านคน เราคาดว่ารายได้ผู้ป่วยโรคทั่วไปของ BCH จะเติบโต 21/15% ในปี 2022-23F เทียบกับการเติบโต 8% ในปี 2021F การเติบโตในปี 2021F นั้นส่วนใหญ่ได้แรงหนุนจากรายได้จาก 3 โรงพยาบาลใหม่ และรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากผู้ป่วยต่างชาติที่ World Medical Center (WMC) หากไม่รวมรายได้ผู้ป่วยโรคทั่วไปใน 3 โรงพยาบาลใหม่ เราคาดว่าผู้ป่วยโรคทั่วไปเงินสดของ BCH จะทรงตัวในปี

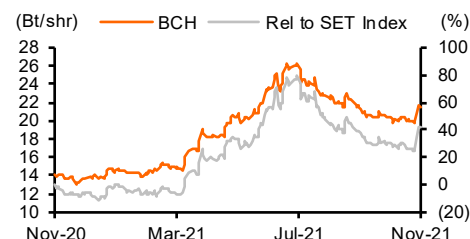
ฐานกำไรใหม่

แม้เราคาดว่ากำไรจะลดลง 59/9% ในปี 2022-23F จากระดับโควิดที่ลดลง แต่เรายังคงคาดว่าฐานกำไรของ BCH ในปีดังกล่าวจะอยู่ที่ 2.4/2.2 พันลบ. เพิ่มขึ้นสองเท่าของระดับปี 2019 ที่ 1.1 พันลบ. โดยได้แรงหนุนจากรายได้จากการฟื้นตัวของผู้ป่วยโรคทั่วไป บริการที่เกี่ยวข้องกับโควิดซึ่งเป็นรายได้ประจำ รายได้จากวัคซีนทางเลือก โควตาประกันสังคมที่เพิ่มขึ้นของโรงพยาบาลที่มีอยู่และโรงพยาบาลใหม่ในจังหวัดปทุมธานี การรักษาโรคร้ายแรงที่เพิ่มขึ้นจากศูนย์หัวใจ ศูนย์เบาหวาน ศูนย์ผู้มีบุตรยาก ฯลฯ และการกลับมาของผู้ป่วยต่างชาติใน WMC โรงพยาบาลระดับพรีเมียมของ BCH

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	8,928	19,393	14,449	14,303
Net profit	1,229	5,825	2,411	2,183
Consensus NP	—	4,872	1,948	1,777
Diff frm cons (%)	—	19.6	23.8	22.9
Norm profit	1,229	5,825	2,411	2,183
Prev. Norm profit	—	3,077	2,064	1,921
Chg frm prev (%)	—	89.3	16.8	13.6
Norm EPS (Bt)	0.5	2.3	1.0	0.9
Norm EPS grw (%)	8.3	373.8	(58.6)	(9.5)
Norm PE (x)	43.4	9.2	22.1	24.5
EV/EBITDA (x)	23.6	6.6	12.7	13.7
P/BV (x)	7.8	4.9	4.9	4.5
Div yield (%)	1.1	6.0	2.5	2.2
ROE (%)	18.7	65.8	22.1	19.1
Net D/E (%)	82.4	33.5	16.0	2.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 30-Nov-21 (Bt)	21.40
Market Cap (US\$ m)	1,583.7
Listed Shares (m shares)	2,493.7
Free Float (%)	50.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	17.5
12M Price H/L (Bt)	26.25/13.00
Sector	Health Care
Major Shareholder	Harnphanich Family 50%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Revenue from cash patients (Bt m)						
- New	5,791	4,803	5,527	6,955	8,232	9,468
- Old			4,360	5,390	6,477	7,659
- Change (%)			26.8	29.0	27.1	23.6
Revenue from SSS patients (Bt m)						
- New	3,089	3,239	3,134	3,521	3,789	3,940
- Old			3,181	3,424	3,573	3,662
- Change (%)			(1.5)	2.8	6.0	7.6
Revenue from COVID-related services (Bt m)						
- New		887	10,733	3,974	2,282	1,591
- Old			10,426	3,037	1,441	1,011
- Change (%)			2.9	30.8	58.4	57.4
Gross profit margin (%)						
- New	31.8	33.1	47.9	34.6	32.9	32.6
- Old			31.6	31.2	31.9	32.6
- Change (pp)			16.3	3.4	1.0	—
SG&A to sales (%)						
- New	13.9	13.6	7.3	10.6	11.9	12.3
- Old			9.7	12.3	13.1	13.2
- Change (pp)			(2.5)	(1.8)	(1.2)	(0.9)
BCH's normalized profit (Bt m)						
- New	1,135	1,229	5,825	2,411	2,183	2,302
- Old			3,077	2,064	1,921	2,203
- Change (%)			89.3	16.8	13.6	4.5

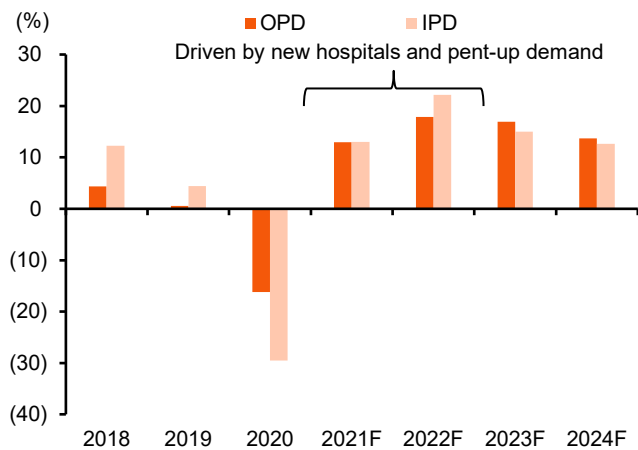
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: COVID-19 Service Capacity Update

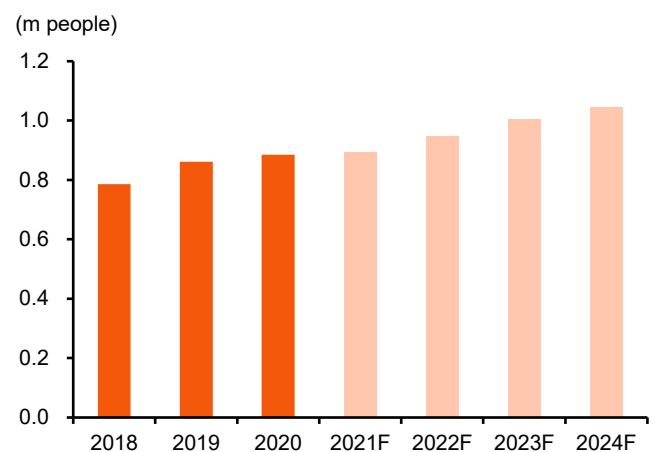
Hospitals	Active/registered beds (in hospitals)	COVID bed capacity		Lab test capacity (cases/day)
		In hospitals	In 'hospitals'/field hospitals	
BCH	2,254	1,200	9,050	16,000
BDMS	6,570	2,750	6,000	10,000
BH	580	n.a.	n.a.	450
CHG	749	200	7,400	2,500-3,000
LPH	190	15	300	300
PR9	166	40	72	n.a.
RJH	292	83	950	1,000
RPH	197	30	500	300
THG	812	100	5,500	1,000

Source: Company data

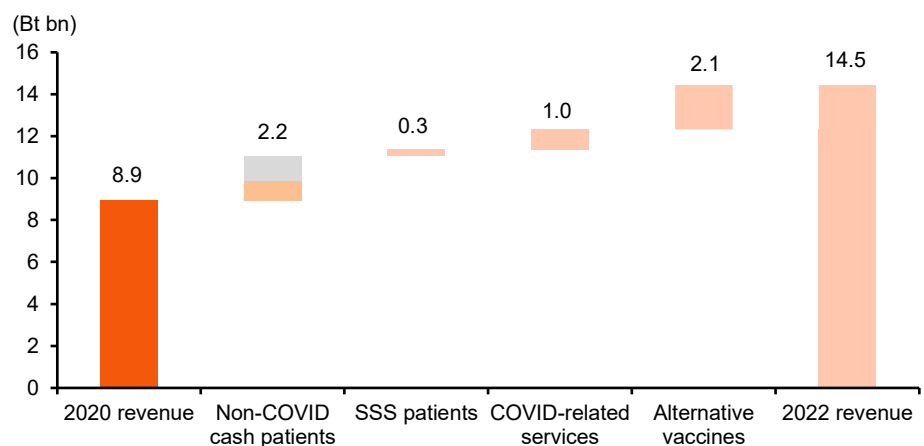
Note: Hospitals are hospitals-cum-hotels

Ex 3: Non-COVID Cash Patient Growth

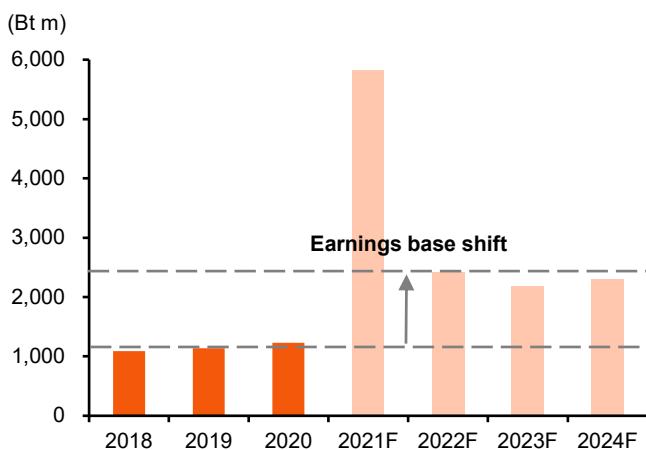
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Number Of SS-Registered Persons

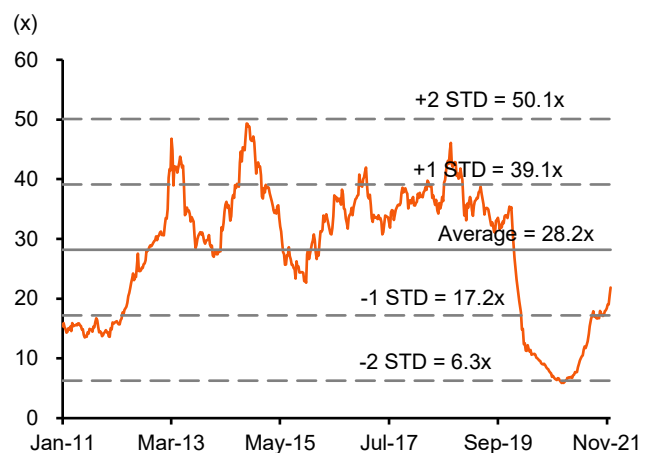
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: 2022F Revenue vs. 2020 Level

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: BCH's New Earnings Base

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: BCH'S PE Band Chart

Sources: Bloomberg, 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	4,366	3,922	3,949	4,367	4,767	5,132	5,463	5,783	6,112	6,464	6,831	—
Free cash flow	4,011	2,948	3,035	3,309	3,439	3,760	4,053	4,323	4,589	4,873	5,175	108,161
PV of free cash flow	4,000	2,628	2,554	2,582	2,522	2,591	2,625	2,631	2,625	2,505	2,488	52,006
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.6											
WACC (%)	5.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value	81,758											
Net debt (end-2021F)	4,034											
Minority interest	1,228											
Equity value	76,496											
# of shares (m)	2,494											
Equity value/share (Bt)	31.0											

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	10,893	19.8	(10.5)	32.5	36.3	3.7	3.7	12.6	12.7	1.7	1.7
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	7,019	20.8	4.3	8.7	8.3	1.1	1.0	7.4	7.1	2.2	2.3
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	1,503	(2.7)	39.6	13.8	9.9	1.9	1.7	9.5	7.3	3.3	4.4
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	10,934	na	934.8	956.8	92.5	19.5	14.8	74.7	37.1	0.1	0.2
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	2,829	na	na	na	61.7	3.2	3.2	56.0	20.9	0.0	0.0
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	1,060	(44.8)	156.3	64.4	25.1	2.1	1.9	15.5	11.8	1.1	1.8
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	13,766	155.6	13.0	40.9	36.2	2.5	2.3	17.3	16.1	0.8	1.0
Ryman	RYM NZ	New Zealand	4,195	(7.6)	1.5	26.5	26.1	2.4	1.9	31.4	19.6	1.9	1.6
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	1,861	78.3	0.0	33.2	33.2	2.7	2.7	18.5	17.4	2.1	1.8
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	1,584	373.8	(58.6)	9.2	22.1	4.9	4.9	6.6	12.7	6.0	2.5
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	10,517	15.6	16.1	50.7	43.7	4.0	3.8	27.3	24.5	1.1	1.3
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	3,395	(20.0)	69.0	119.2	70.5	6.7	7.1	47.9	35.2	2.1	2.1
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	1,267	176.2	(34.9)	17.6	27.1	8.0	7.8	13.6	20.7	4.0	2.6
Ladprao General Hospital *	LPH TB	Thailand	120	49.6	(13.0)	18.9	21.7	2.7	2.6	10.5	11.3	4.2	3.7
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	250	3.9	20.0	40.1	33.4	2.0	1.9	15.0	13.1	1.1	1.3
Rajthanee Hospital *	RJH TB	Thailand	303	76.6	(21.5)	15.6	19.8	5.9	5.7	10.8	13.3	5.1	4.0
Ratchaphruek Hospital *	RPH TB	Thailand	97	13.0	18.2	30.9	26.1	2.4	2.3	16.2	14.5	2.5	2.9
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	857	na	(5.6)	61.2	64.8	3.6	3.5	19.9	24.7	1.1	1.1
Average				60.5	66.4	90.6	36.6	4.4	4.0	22.8	17.8	2.2	2.0

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 30 Nov 2021 closing prices

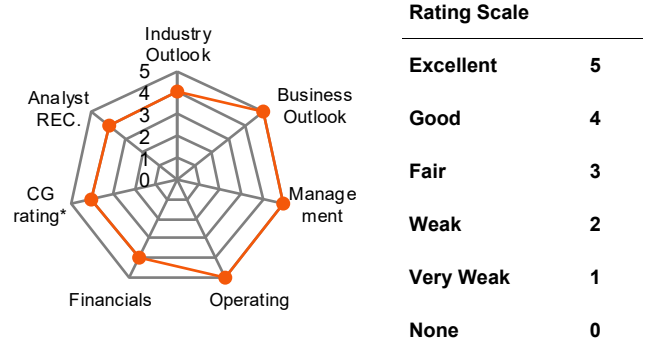
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

BCH ดำเนินกิจการโรงพยาบาลจำนวน 14 แห่ง ทั้งในกรุงเทพฯ และต่างจังหวัด โดยมีจำนวนเตียงที่ให้บริการทั้งหมด 2,114 เตียง ณ สิ้นปี 2Q21 ขณะที่ผู้ป่วยที่มาใช้บริการแบ่งออกเป็น 1) ผู้ป่วยเงินสด (รวมข้าราชการพลเรือน) และ 2) ผู้ป่วยภายใต้แผนการประกันสังคม บริษัทฯ เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในปี 2004

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้บริหารมีประสบการณ์ในธุรกิจโรงพยาบาลสูง โดยเฉพาะตลาดระดับกลาง และโครงการสุขภาพของภาครัฐ
- มีรายได้มาจากหลายทาง

O — Opportunity

- อุปทานโรงพยาบาลรัฐที่จำกัด
- การขยายขีดความสามารถในการให้บริการเพื่อตอบสนองความต้องการด้านการดูแลสุขภาพที่เพิ่มขึ้นในอนาคต
- การเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ
- จำนวนผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นจากประเทศเพื่อนบ้าน
- การแพร่ระบาดของโควิด

W — Weakness

- BCH เป็นที่รู้จักในอุตสาหกรรมว่าเป็นโรงพยาบาลเอกชนที่ให้บริการแก่โครงการสุขภาพของภาครัฐที่ใหญ่ที่สุด ซึ่งอาจจะเป็นอุปสรรคต่อ BCH ในการขยายเข้าสู่ฐานลูกค้าใหม่

T — Threat

- ผู้เล่นรายใหญ่และเป็นที่รู้จักอย่าง BDMS เข้ามายังตลาดระดับกลาง
- เศรษฐกิจที่ชะลอตัว
- ความเสี่ยงจากนโยบายของภาครัฐ
- ผลกระทบจากโควิด-19

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	25.94	31.00	20%
Net profit 21F (Bt m)	4,872	5,825	20%
Net profit 22F (Bt m)	1,948	2,411	24%
Consensus REC	BUY: 17	HOLD: 4	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรและราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อการบริการผู้ป่วยโรคทั่วไปและบริการที่เกี่ยวข้องกับโควิด-19 ของ BCH

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากกลยุทธ์ของ BCH สามารถกระตุ้นลูกค้าเงินสดได้ไม่ใกล้เคียงกับที่เราคาดการณ์ไว้
- หากมีผู้ป่วยภายใต้ประกันสังคมของ BCH ต่ำกว่าที่เราคาด
- หากโรงพยาบาลใหม่ของ BCH พันตัวซ้ำกว่าที่เราคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	8,880	8,928	19,393	14,449	14,303
Cost of sales	6,052	5,975	10,103	9,453	9,598
Gross profit	2,828	2,953	9,290	4,997	4,704
% gross margin	31.8%	33.1%	47.9%	34.6%	32.9%
Selling & administration expenses	1,232	1,213	1,408	1,526	1,699
Operating profit	1,597	1,741	7,883	3,471	3,006
% operating margin	18.0%	19.5%	40.6%	24.0%	21.0%
Depreciation & amortization	665	788	863	895	916
EBITDA	2,261	2,529	8,746	4,366	3,922
% EBITDA margin	25.5%	28.3%	45.1%	30.2%	27.4%
Non-operating income	116	93	129	89	93
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(131)	(132)	(145)	(96)	(48)
Pre-tax profit	1,582	1,702	7,867	3,464	3,051
Income tax	286	313	1,558	686	604
After-tax profit	1,296	1,389	6,309	2,778	2,447
% net margin	14.6%	15.6%	32.5%	19.2%	17.1%
Shares in affiliates' Earnings	2	3	2	2	2
Minority interests	(163)	(163)	(486)	(369)	(266)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	1,135	1,229	5,825	2,411	2,183
Normalized profit	1,135	1,229	5,825	2,411	2,183
EPS (Bt)	0.5	0.5	2.3	1.0	0.9
Normalized EPS (Bt)	0.5	0.5	2.3	1.0	0.9

2022-23F earnings shift
up to a new base

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	2,967	3,538	5,054	3,724	3,503
Cash & cash equivalent	879	946	302	302	302
Account receivables	1,817	2,303	4,251	2,969	2,743
Inventories	231	250	415	388	394
Others	40	40	87	65	64
Investments & loans	37	32	32	32	32
Net fixed assets	9,615	11,438	11,135	11,240	11,024
Other assets	1,497	1,519	3,300	2,459	2,434
Total assets	14,116	16,527	19,521	17,454	16,992
LIABILITIES:					
Current liabilities:	2,186	5,667	5,202	3,584	2,647
Account payables	494	565	941	881	894
Bank overdraft & ST loans	419	2,165	1,301	694	189
Current LT debt	299	2,121	1,214	648	176
Others current liabilities	974	816	1,746	1,362	1,388
Total LT debt	4,760	2,946	1,821	972	264
Others LT liabilities	192	288	449	335	331
Total liabilities	7,137	8,901	7,472	4,890	3,243
Minority interest	730	742	1,228	1,597	1,863
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494
Share premium	645	645	645	645	645
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(75)	(92)	(92)	(92)	(92)
Retained earnings	3,184	3,838	7,774	7,920	8,840
Shareholders' equity	6,248	6,885	10,821	10,967	11,886
Liabilities & equity	14,116	16,527	19,521	17,454	16,992

Sources: Company data, Thanachart estimates

No significant new
investments planned in
2022-23

CASH FLOW STATEMENT

Strong cash flows from operations

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	1,582	1,702	7,867	3,464	3,051
Tax paid	(289)	(291)	(1,414)	(750)	(610)
Depreciation & amortization	665	788	863	895	916
Chg In working capital	(308)	(433)	(1,737)	1,248	234
Chg In other CA & CL / minorities	(28)	(327)	730	(297)	36
Cash flow from operations	1,622	1,438	6,308	4,561	3,626
Capex	(1,753)	(2,605)	(560)	(1,000)	(700)
Right of use	0	(6)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	2	5	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	73	74	(1,607)	727	22
Cash flow from investments	(1,678)	(2,532)	(2,167)	(273)	(678)
Debt financing	778	1,754	(2,897)	(2,022)	(1,684)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(549)	(574)	(1,889)	(2,265)	(1,263)
Warrants & other surplus	(40)	(19)	0	0	0
Cash flow from financing	190	1,161	(4,786)	(4,287)	(2,947)
Free cash flow	(131)	(1,167)	5,748	3,561	2,926

VALUATION

Attractive valuation, in our view

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	47.0	43.4	9.2	22.1	24.5
Normalized PE - at target price (x)	68.1	62.9	13.3	32.1	35.4
PE (x)	47.0	43.4	9.2	22.1	24.5
PE - at target price (x)	68.1	62.9	13.3	32.1	35.4
EV/EBITDA (x)	25.6	23.6	6.6	12.7	13.7
EV/EBITDA - at target price (x)	36.2	33.1	9.3	18.2	19.8
P/BV (x)	8.5	7.8	4.9	4.9	4.5
P/BV - at target price (x)	12.4	11.2	7.1	7.0	6.5
P/CFO (x)	32.9	37.1	8.5	11.7	14.7
Price/sales (x)	6.0	6.0	2.8	3.7	3.7
Dividend yield (%)	1.1	1.1	6.0	2.5	2.2
FCF Yield (%)	(0.2)	(2.2)	10.8	6.7	5.5
(Bt)					
Normalized EPS	0.5	0.5	2.3	1.0	0.9
EPS	0.5	0.5	2.3	1.0	0.9
DPS	0.2	0.2	1.3	0.5	0.5
BV/share	2.5	2.8	4.3	4.4	4.8
CFO/share	0.7	0.6	2.5	1.8	1.5
FCF/share	(0.1)	(0.5)	2.3	1.4	1.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	10.0	0.5	117.2	(25.5)	(1.0)
Net profit (%)	4.2	8.3	373.8	(58.6)	(9.5)
EPS (%)	4.2	8.3	373.8	(58.6)	(9.5)
Normalized profit (%)	4.2	8.3	373.8	(58.6)	(9.5)
Normalized EPS (%)	4.2	8.3	373.8	(58.6)	(9.5)
Dividend payout ratio (%)	50.5	46.7	55.0	55.0	55.0
Operating performance					
Gross margin (%)	31.8	33.1	47.9	34.6	32.9
Operating margin (%)	18.0	19.5	40.6	24.0	21.0
EBITDA margin (%)	25.5	28.3	45.1	30.2	27.4
Net margin (%)	14.6	15.6	32.5	19.2	17.1
D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.9	0.4	0.2	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.8	0.3	0.2	0.0
Interest coverage - EBIT (x)	12.2	13.2	54.5	36.3	62.9
Interest coverage - EBITDA (x)	17.3	19.1	60.4	45.7	82.0
ROA - using norm profit (%)	8.5	8.0	32.3	13.0	12.7
ROE - using norm profit (%)	19.0	18.7	65.8	22.1	19.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	21.7	21.2	71.3	25.5	21.4
- asset turnover (x)	0.7	0.6	1.1	0.8	0.8
- operating margin (%)	19.3	20.5	41.3	24.6	21.7
- leverage (x)	2.2	2.3	2.0	1.7	1.5
- interest burden (%)	92.4	92.8	98.2	97.3	98.5
- tax burden (%)	81.9	81.6	80.2	80.2	80.2
WACC (%)	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
ROIC (%)	13.5	13.1	48.0	18.7	18.6
NOPAT (Bt m)	1,308	1,421	6,322	2,784	2,410
invested capital (Bt m)	10,847	13,171	14,855	12,978	12,213

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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 136 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, AOT16C2202A, BAM16C2112A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2201A, BBL16C2203A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BCPG16C2111A, BEC16C2202A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, CHG16C2202A, COM716C2112A, COM716C2203A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPAL16C2203A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DOHO16C2202A, DTAC16C2112A, EA16C2201A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2112A, IVL16C2111A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2201A, KTC16C2112A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MINT16C2203A, MTC16C2112A, MTC16C2202A, OR16C2112A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTT16C2203A, PTTE16C2112A, PTTE16C2203A, PTTG16C2111A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016C2112D, S5016C2203A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112C, S5016P2112D, S5016P2203A, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2112A, SCGP16C2201A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TU16C2111A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASC, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิซซิง 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 ราชธานีลิซซิง 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 หมุติโรลิต ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีดิวิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีดิวิเปเมนท์ 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 นิजारุณ, 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 ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นริศพร คณังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
naripom.kla@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
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
ภัทรวลดี หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ คุณเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

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

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้าน
รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุณทนต์
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชานันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

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

วารทิพย์ 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 สดภาพ
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