

SELL (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 10.00

(From: Bt 11.00)

16 DECEMBER 2021

Downside : 24.2%

Pruksa Holding Pcl (PSH TB)

มี ROE ที่ต่ำลง

ส่วนแบ่งตลาดอสังหาริมทรัพย์ที่ลดลง และการเริ่มดำเนินโรงพยาบาลวิมุตในปีนี้จะกดดัน ROE ของ PSH ให้อยู่ในระดับต่ำที่ 5.8-6.4% ในปี 2022-24F แผนเปิดโรงพยาบาลเพิ่มใน 5 ปี เป็นความเสี่ยงต่อกำไร และด้วยการซื้อขายที่ 2022F PE ที่ไม่ถูกที่ 11.3 เท่า เราคงคำแนะนำ “ขาย” ราคาเป้าหมายลดลงเหลือ 10 บาท



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ลดคำแนะนำ “ขาย”

เราคงคำแนะนำ “ขาย” PSH 1) เนื่องจาก PSH เน้นไปที่กลุ่มระดับล่างซึ่งอ่อนไหวต่อเศรษฐกิจที่อ่อนแอ เราจึงคาดว่า presales ปีนี้จะอยู่ที่ 51% ของยอดสูงสุดในปี 2018 ซึ่งเป็นฐาน presales ใหม่ และเราคาดว่ายอด presales จะเติบโต 3-5% ในปี 2022-24F 2) หลังจากเปิดโรงพยาบาลวิมุตแห่งแรกในปีนี้ การลงทุนในด้านการดูแลสุขภาพเป็นแผนระยะยาว ซึ่งจะกดดันกำไรโดยรวมสำหรับ 5-10 ปีข้างหน้า 3) ROE ลดลงจาก 15.2% ในปี 2018 เป็น 5.3% ในปี 2022F ซึ่งถือเป็นระดับต่ำที่สุด และจะอยู่ในระดับต่ำไปอีกหลายปี เราปรับลดกำไรลง 18-25% ในปี 2021-23F และปรับลดราคาเป้าหมายลงเหลือ 10 บาท (จากเดิม 11 บาท) จากยอด presales ที่ลดลง และขาดทุนจากธุรกิจโรงพยาบาล PSH ซื้อขายที่ 2022F PE ที่ 11.3 เท่า สูงกว่า 9.1 เท่า ในปี 2015-19

อสังหาริมทรัพย์ - ยังไม่กลับพลิกฟื้น

จากเดิมที่เป็นผู้นำตลาดในแง่ของ presales ในปี 2014-18 PSH ได้สูญเสียส่วนแบ่ง presales จาก 22% ในปี 2018 เหลือ 17% ใน 9M21 และเราคาดว่า presales ในปีนี้จะอยู่ที่ 2.6 หมื่นลบ. ซึ่งเป็นครึ่งหนึ่งของความสำเร็จในปี 2018 แม้บริษัท จะได้พยายามขยายไปสู่กลุ่มระดับบนขึ้นแล้ว แต่ราคาขายเฉลี่ยของโครงการคงค้าง 7.2 หมื่นลบ. ณ 3Q21 ยังคงอยู่ที่ 3.45 ลบ./ยูนิต PSH ดูเหมือนจะไม่ได้ประโยชน์จากการผ่อนปรน LTV เราคาดว่ายอด presales 2MQTD (ต.ค.-พ.ย.) อยู่ที่ 4.1 พันลบ. หรือเฉลี่ย/เดือนที่ 2.06 พันลบ. ต่ำกว่าใน 9M21 ที่ 2.2 พันลบ./เดือน 8%

สร้างแพลตฟอร์มธุรกิจด้านการดูแลสุขภาพ

PSH มีแผนสร้างแพลตฟอร์มการดูแลสุขภาพ หลังเปิดโรงพยาบาลวิมุตแห่งแรก (236 เตียง) ซึ่งเปิดไปเมื่อเดือนพ.ค.ปีนี้ บริษัท ได้ตั้งงบลงทุน 1.5 หมื่นลบ. สำหรับ 5 ปีข้างหน้า เพื่อสร้างโรงพยาบาลเพิ่มอีก 3 แห่ง (แห่งละ 150-200 เตียง) และศูนย์สุขภาพ/สถานพยาบาล 13 แห่ง สำหรับโรงพยาบาลวิมุต บริษัท ตั้งเป้ามี EBITDA เป็นบวกในปีที่ 4 และคุ้มทุนในปีที่ 5 เราคาดว่าจะมีผลขาดทุน 342/293/200 ลบ. ในปี 2022-24F และทำกำไรในปี 2028F ขณะที่มี downside หากมีโรงพยาบาล/ศูนย์สุขภาพใหม่เข้ามา ในมุมมองของเรา การเปลี่ยนโฉมธุรกิจจากการเป็นผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ไปสู่ธุรกิจการดูแลสุขภาพที่สร้างรายได้ประจำมากขึ้น แม้ว่าจะต้องขาดทุนหลายปี แต่ก็ไม่ได้เลวร้าย

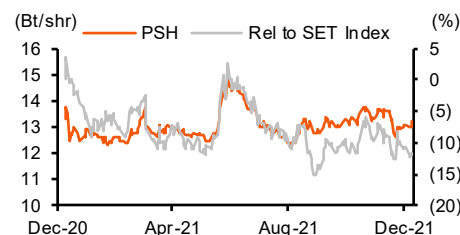
ROE ต่ำ

กำไรของอสังหาริมทรัพย์ที่ลดลงอันเนื่องมาจากยอดขายอสังหาริมทรัพย์ และอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลง ทำให้ ROE ลดลงจาก 15.2% ในปี 2018 เป็น 6.4% ในปี 2020 ด้วยการเปิดโรงพยาบาลวิมุตในปีนี้ เราคาดว่า ROE จะลดลงไปอีกเป็น 5.3% ในปีนี้ เนื่องจากเราคาดว่าธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ของ PSH จะยังคงเติบโตตามปกติของธุรกิจ และธุรกิจโรงพยาบาลจะคงขาดทุนไปอีกหลายปี เราจึงคาดว่า ROE จะอยู่ที่ 5.8-6.4% ในปี 2022-24F ครึ่งหนึ่งของ ROE เฉลี่ยของกลุ่มที่ 10.0-10.3% ในช่วงเวลาเดียวกัน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	29,244	29,380	30,492	28,858
Net profit	2,771	2,287	2,555	2,586
Consensus NP	—	2,403	2,965	3,116
Diff frm cons (%)	—	(4.8)	(13.8)	(17.0)
Norm profit	2,771	2,287	2,555	2,586
Prev. Norm profit	—	2,781	3,144	3,429
Chg frm prev (%)	—	(17.8)	(18.7)	(24.6)
Norm EPS (Bt)	1.3	1.0	1.2	1.2
Norm EPS grw (%)	(48.3)	(17.5)	11.8	1.2
Norm PE (x)	10.4	12.6	11.3	11.2
EV/EBITDA (x)	12.0	12.9	11.0	10.6
P/BV (x)	0.7	0.7	0.6	0.6
Div yield (%)	7.3	4.8	5.3	5.4
ROE (%)	6.4	5.3	5.8	5.8
Net D/E (%)	54.1	46.9	38.1	34.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 16-Dec-21 (Bt)	13.20
Market Cap (US\$ m)	864.3
Listed Shares (m shares)	2,188.5
Free Float (%)	28.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.5
12M Price H/L (Bt)	14.80/12.30
Sector	Property
Major Shareholder	Vijitpongpun Family 67.99%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: Vimut Hospital Assumptions

(Bt m)	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
Total revenues	326	727	970	1,181	1,406	1,471	1,541	1,615	1,694	1,778	1,866	1,961
IPD	69	241	496	682	877	904	931	959	988	1,017	1,048	1,079
OPD	229	383	414	448	484	524	566	612	662	716	775	838
Moderna vaccine	28	104	60	52	44	44	44	44	44	44	44	44
Gross profit	(119)	50	145	208	286	327	373	422	475	533	560	588
IPD	(30)	7	69	116	175	199	223	249	277	305	314	324
OPD	(98)	11	58	76	97	115	136	159	185	215	232	251
Moderna vaccine	8	31	18	16	13	13	13	13	13	13	13	13
Net profit	(342)	(293)	(200)	(154)	(96)	(58)	(17)	23	63	94	98	103

Source: Thanachart estimates

Ex 2: PSH's Healthcare Platform

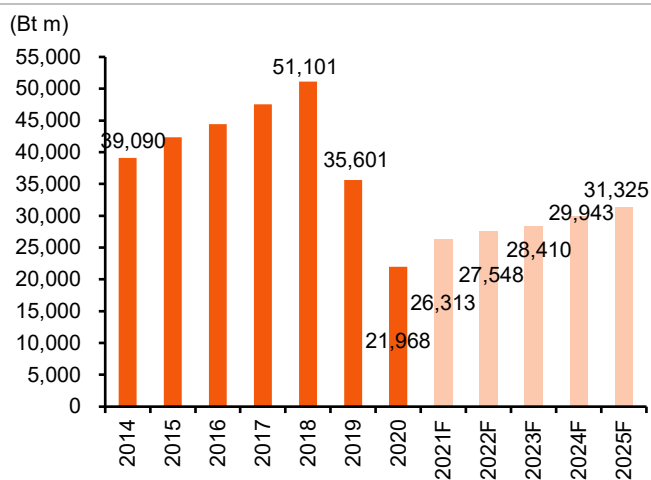


Source: Company data

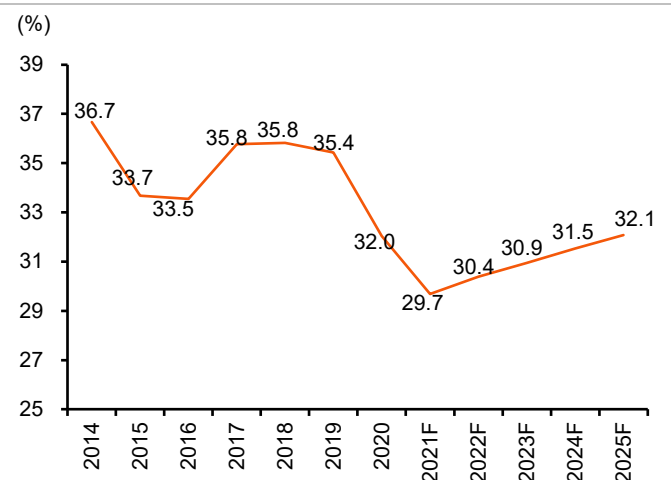
Ex 3: Key Assumption Changes

	2021F	2022F	2023F
Presales (Bt m)			
- New	26,313	27,548	28,410
- Old	30,126	31,112	32,346
Change (%)	(13)	(11)	(12)
Property sales (Bt m)			
- New	29,055	29,764	27,888
- Old	30,020	31,305	32,801
Change (%)	(3)	(5)	(15)
Hospital profit (loss) (Bt m)			
- New	(342)	(293)	(200)
- Old	0	0	0
Normalized profit (Bt m)			
- New	2,287	2,555	2,586
- Old	2,781	3,144	3,429
Change (%)	(18)	(19)	(25)

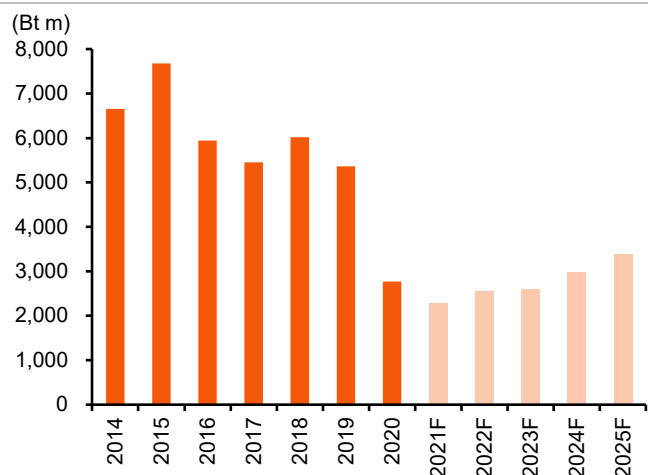
Source: Thanachart estimates

Ex 4: Presales

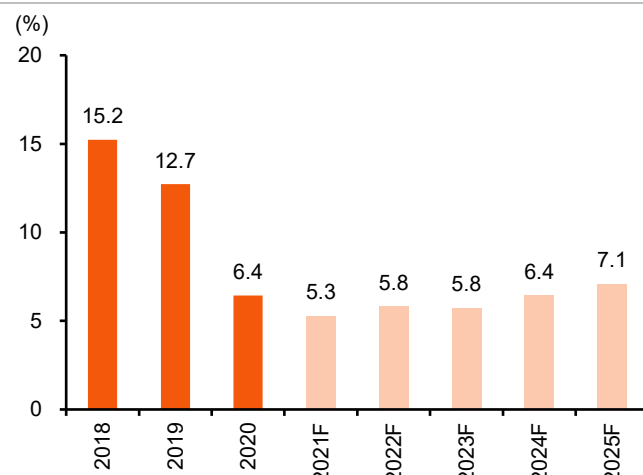
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Property Gross Margin

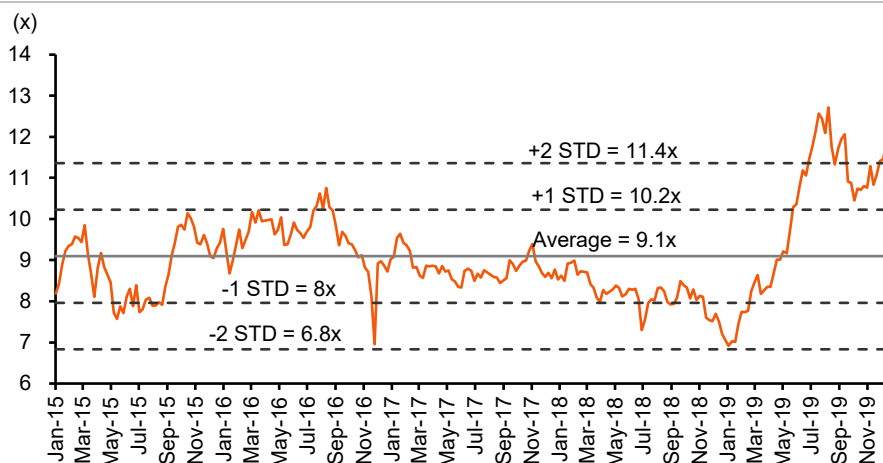
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Net Profit

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: ROE

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: PSH's PE

Sources: Company data, Bloomberg

Ex 9: 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		4,202	4,222	4,735	5,197	5,972	6,267	6,535	6,936	7,145	7,315	7,484	
Free cash flow		4,844	3,177	1,899	6,508	4,346	4,037	4,362	4,710	3,941	4,035	4,186	49,276
PV of free cash flow		4,830	2,640	1,438	4,490	2,675	2,255	2,211	2,166	1,645	1,528	1,372	16,156
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.2												
WACC (%)	9.7												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	43,406												
Net debt	20,680												
Minority interest	864												
Equity value	21,862												
# of shares (m)	2,187												
Equity value/share (Bt)	10.00												

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 10: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
			21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Poly Real Estate Group	600048 CH	China	0.5	8.6	5.6	5.1	0.9	0.8	9.4	8.9	5.1	5.4
Agile Property Holdings	3383 HK	China	4.6	4.7	1.8	1.7	0.3	0.2	4.5	4.2	21.0	22.2
Country Garden Holdings	2007 HK	China	(12.1)	9.4	4.4	4.0	0.8	0.7	4.8	4.4	6.8	7.4
China Overseas Land & Invest	688 HK	Hong Kong	7.1	7.2	5.0	4.7	0.6	0.6	5.1	4.7	6.0	11.5
China Resources Land	1109 HK	Hong Kong	10.4	14.8	8.6	7.5	1.1	1.0	6.3	5.7	4.2	4.7
Hang Lung Properties	101 HK	Hong Kong	13.5	13.0	14.3	12.7	0.5	0.5	16.2	14.5	5.0	5.1
Henderson Land Development	12 HK	Hong Kong	(1.2)	1.5	11.1	10.9	0.5	0.5	20.4	19.6	5.5	5.6
Shimao Property Holdings	813 HK	Hong Kong	4.6	5.0	1.5	1.4	0.2	0.2	5.3	5.1	22.0	25.1
Sun Hung Kai Properties	16 HK	Hong Kong	0.0	5.7	8.9	8.5	0.5	0.4	9.2	8.7	5.3	5.4
Sino Land	83 HK	Hong Kong	105.8	(25.3)	7.0	9.4	0.4	0.4	3.3	4.5	6.8	5.9
CapitalLand	CAPL SP	Singapore	30.5	11.2	na	na	na	na	na	na	na	na
City Developments	CIT SP	Singapore	34.7	113.5	30.0	14.1	0.7	0.7	26.7	19.1	1.9	2.2
Asian Property Devt *	AP TB	Thailand	4.7	10.4	6.8	6.1	0.9	0.8	10.9	11.0	5.2	5.7
Land and Houses *	LH TB	Thailand	6.9	19.9	14.9	12.4	2.1	2.0	21.3	19.0	5.7	6.8
LPN Development *	LPN TB	Thailand	(50.5)	11.7	20.1	18.0	0.7	0.7	23.4	19.5	3.0	3.3
Pruksa Holding *	PSH TB	Thailand	(17.5)	11.8	12.6	11.3	0.7	0.6	12.9	11.0	4.8	5.3
Quality Houses *	QH TB	Thailand	(10.6)	17.0	12.4	10.6	0.8	0.8	46.5	46.9	4.8	5.7
Sansiri *	SIRI TB	Thailand	(11.6)	12.3	14.4	12.8	0.5	0.5	22.5	22.3	2.8	3.1
Supalai *	SPALI TB	Thailand	36.2	13.3	8.2	7.2	1.2	1.1	9.9	8.6	4.9	5.6
Average			8.2	14.0	10.4	8.8	0.7	0.7	14.4	13.2	6.7	7.6

Sources: Bloomberg consensus, *Thanachart estimates

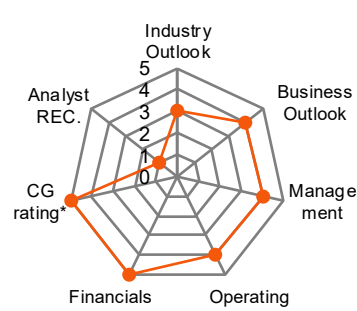
Based on 16 December 2021 closing prices

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท พกษา เรียลเอสเตท จำกัด ประกอบธุรกิจหลักคือธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และบริหารการก่อสร้างที่อยู่อาศัย - พัฒนาโครงการประเภทบ้านทาวน์เฮาส์ บ้านเดี่ยว และอาคารชุด โดยส่วนใหญ่อยู่ในกรุงเทพฯ และปริมณฑล โดยเน้นไปที่กลุ่มระดับล่าง ราคาต่อหน่วยต่ำกว่า 3 ลบ. ในขณะที่ผลิตภัณฑ์หลักคือทาวน์เฮาส์ (TH) ปัจจุบันมีแบรนด์บ้าน 14 แบรนด์; 10 แบรนด์ภายใต้ธุรกิจมูลค่า และ 4 แบรนด์ภายใต้ธุรกิจระดับพรีเมียม บริษัทฯ กำลังขยายธุรกิจโรงพยาบาล โดยโรงพยาบาลแห่งแรก ภูเก็ต เปิดดำเนินการใน 2Q21

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- กลยุทธ์ผลิตภัณฑ์เป็นแบบเชิงรุก
- มีศักยภาพ จากการเป็นผู้พัฒนาอสังหาฯ แบบครบวงจร ด้วยมีโรงงานผลิตคอนกรีตเสริมเหล็กสำเร็จรูปของตัวเอง
- มีระยะเวลาการก่อสร้างสั้น ซึ่งทำให้สามารถรับรู้รายได้ได้อย่างรวดเร็ว
- มีการประหยัดจากขนาดสูง

O — Opportunity

- โอกาสในธุรกิจโรงพยาบาลใหม่
- ประสิทธิภาพในการดำเนินงานน่าจะดีขึ้นไปอีก จากโรงงานผลิตคอนกรีตเสริมเหล็กสำเร็จรูป

W — Weakness

- ผลิตภัณฑ์ถูกพัฒนาโดยแต่ละยูนิตของบริษัท และแข่งขันกันเองภายในได้
- มาจากการเป็นผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในตลาดระดับล่าง การเปลี่ยนทัศนคติการรับรู้ในตัวแบรนด์ยังต้องสร้างขึ้นมา
- ความเสี่ยงสูงจากการเป็นธุรกิจที่ใหญ่

T — Threat

- การเพิ่มขึ้นของราคาที่ดิน
- ภัยพิบัติทางธรรมชาติ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	12.09	10.00	-17%
Net profit 21F (Bt m)	2,403	2,287	-5%
Net profit 22F (Bt m)	2,965	2,555	-14%
Consensus REC	BUY: 3	HOLD: 7	SELL: 10

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิของเราต่ำกว่าตลาด 5-14% เนื่องจากเราให้สมมติฐาน presales ที่ต่ำลง และขาดทุนจากโรงพยาบาล
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่า 17% เนื่องจากเราให้สมมติฐาน presales และยอดขายในระยะยาวที่ต่ำลง

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเติบโตของเศรษฐกิจที่เร็วกว่าคาดจะส่งผลกระทบต่อความต้องการที่อยู่อาศัย และเป็น upside ต่อ presales/ยอดขายของ PSH
- มี upside risk หากบริษัทฯ ขยายไปสู่กลุ่มพรีเมียมเร็วกว่าที่คาด และมีอัตราการขายที่ดี
- มี upside หากโรงพยาบาลมีผู้มาใช้บริการแข็งแกร่ง และมีอำนาจต่อรองราคาที่ดี และสร้างกำไรให้ได้อย่างมีนัยสำคัญในอนาคต

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	39,885	29,244	29,380	30,492	28,858
Cost of sales	25,754	19,876	20,876	21,396	20,084
Gross profit	14,131	9,368	8,505	9,096	8,774
% gross margin	35.4%	32.0%	28.9%	29.8%	30.4%
Selling & administration expenses	7,060	5,437	5,162	5,403	5,087
Operating profit	7,071	3,931	3,342	3,693	3,687
% operating margin	17.7%	13.4%	11.4%	12.1%	12.8%
Depreciation & amortization	451	455	493	522	547
EBITDA	7,522	4,386	3,836	4,215	4,234
% EBITDA margin	18.9%	15.0%	13.1%	13.8%	14.7%
Non-operating income	267	269	217	231	245
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(324)	(515)	(552)	(454)	(440)
Pre-tax profit	7,014	3,685	3,008	3,470	3,492
Income tax	1,555	858	704	790	775
After-tax profit	5,459	2,827	2,304	2,679	2,717
% net margin	13.7%	9.7%	7.8%	8.8%	9.4%
Shares in affiliates' Earnings	(0)	0	107	10	12
Minority interests	(100)	(56)	(125)	(134)	(143)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	5,359	2,771	2,287	2,555	2,586
Normalized profit	5,359	2,771	2,287	2,555	2,586
EPS (Bt)	2.5	1.3	1.0	1.2	1.2
Normalized EPS (Bt)	2.5	1.3	1.0	1.2	1.2

Opened first hospital in 2021; likely to drag on profit for many years

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	79,756	69,853	66,962	64,851	63,758
Cash & cash equivalent	1,774	1,337	1,245	1,578	1,600
Account receivables	0	0	0	0	0
Inventories	76,244	66,863	64,057	61,550	60,527
Others	1,737	1,653	1,661	1,723	1,631
Investments & loans	819	826	826	826	826
Net fixed assets	5,238	6,010	6,529	7,020	7,486
Other assets	969	1,585	1,595	1,619	1,553
Total assets	86,782	78,273	75,913	74,316	73,624
LIABILITIES:					
Current liabilities:	24,574	16,065	17,574	16,318	15,226
Account payables	2,191	1,277	1,373	1,348	1,100
Bank overdraft & ST loans	6,000	1,500	4,385	3,779	3,525
Current LT debt	7,150	6,950	5,262	4,534	4,231
Others current liabilities	9,233	6,337	6,554	6,656	6,369
Total LT debt	17,950	16,557	12,278	10,580	9,871
Others LT liabilities	466	1,865	1,964	2,004	1,917
Total liabilities	42,990	34,487	31,816	28,902	27,014
Minority interest	736	740	864	999	1,142
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,189	2,189	2,187	2,187	2,187
Share premium	1,873	1,873	1,873	1,873	1,873
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(106)	(115)	(115)	(115)	(115)
Retained earnings	39,101	39,100	39,288	40,471	41,524
Shareholders' equity	43,056	43,047	43,232	44,416	45,469
Liabilities & equity	86,782	78,273	75,913	74,316	73,624

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	7,014	3,685	3,008	3,470	3,492
Tax paid	(1,697)	(1,124)	(640)	(810)	(777)
Depreciation & amortization	451	455	493	522	547
Chg In working capital	(4,376)	8,467	2,902	2,482	775
Chg In other CA & CL / minorities	(1,097)	(3,204)	(160)	(318)	(588)
Cash flow from operations	294	8,278	5,603	5,346	3,450
Capex	(950)	(1,226)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
Right of use	0	(629)	(19)	(1)	(1)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(5)	(7)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	465	2,019	507	390	372
Cash flow from investments	(490)	157	(512)	(610)	(628)
Debt financing	4,000	(6,093)	(3,082)	(3,031)	(1,266)
Capital increase	0	0	(2)	0	0
Dividends paid	(3,502)	(2,758)	(2,099)	(1,372)	(1,533)
Warrants & other surplus	27	(22)	0	0	0
Cash flow from financing	526	(8,873)	(5,183)	(4,403)	(2,800)
Free cash flow	(656)	7,052	4,603	4,346	2,450

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	5.4	10.4	12.6	11.3	11.2
Normalized PE - at target price (x)	4.1	7.9	9.6	8.6	8.5
PE (x)	5.4	10.4	12.6	11.3	11.2
PE - at target price (x)	4.1	7.9	9.6	8.6	8.5
EV/EBITDA (x)	7.7	12.0	12.9	11.0	10.6
EV/EBITDA - at target price (x)	6.8	10.4	11.1	9.3	8.9
P/BV (x)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
P/BV - at target price (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
P/CFO (x)	98.1	3.5	5.2	5.4	8.4
Price/sales (x)	0.7	1.0	1.0	0.9	1.0
Dividend yield (%)	11.7	7.3	4.8	5.3	5.4
FCF Yield (%)	(2.3)	24.4	15.9	15.1	8.5
(Bt)					
Normalized EPS	2.5	1.3	1.0	1.2	1.2
EPS	2.5	1.3	1.0	1.2	1.2
DPS	1.6	1.0	0.6	0.7	0.7
BV/share	19.7	19.7	19.8	20.3	20.8
CFO/share	0.1	3.8	2.6	2.4	1.6
FCF/share	(0.3)	3.2	2.1	2.0	1.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

PSH is trading at high PE multiples..

...while we see downside risk to earnings from costs associated with its hospital business

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(11.2)	(26.7)	0.5	3.8	(5.4)
Net profit (%)	(11.0)	(48.3)	(17.5)	11.8	1.2
EPS (%)	(11.0)	(48.3)	(17.5)	11.8	1.2
Normalized profit (%)	(11.0)	(48.3)	(17.5)	11.8	1.2
Normalized EPS (%)	(11.0)	(48.3)	(17.5)	11.8	1.2
Dividend payout ratio (%)	63.2	75.8	60.0	60.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	35.4	32.0	28.9	29.8	30.4
Operating margin (%)	17.7	13.4	11.4	12.1	12.8
EBITDA margin (%)	18.9	15.0	13.1	13.8	14.7
Net margin (%)	13.7	9.7	7.8	8.8	9.4
D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.5	0.5	0.4	0.3
Interest coverage - EBIT (x)	21.8	7.6	6.1	8.1	8.4
Interest coverage - EBITDA (x)	23.2	8.5	7.0	9.3	9.6
ROA - using norm profit (%)	6.4	3.4	3.0	3.4	3.5
ROE - using norm profit (%)	12.7	6.4	5.3	5.8	5.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	13.0	6.6	5.3	6.1	6.0
- asset turnover (x)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
- operating margin (%)	18.4	14.4	12.1	12.9	13.6
- leverage (x)	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6
- interest burden (%)	95.6	87.7	84.5	88.4	88.8
- tax burden (%)	77.8	76.7	76.6	77.2	77.8
WACC (%)	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7
ROIC (%)	8.2	4.2	3.8	4.5	4.6
NOPAT (Bt m)	5,504	3,016	2,561	2,852	2,869
invested capital (Bt m)	72,381	66,717	63,912	61,731	61,496

Sources: Company data, Thanachart estimates

ROE to stay low for years, dragged by hospital losses and a weak property biz

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 133 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2204A, AOT16C2112A, AOT16C2202A, BAM16C2204A, BAM16C2112A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2204A, BBL16C2201A, BBL16C2203A, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BGRI16C2112A, CBG16C2204A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2112A, CHG16C2202A, COM716C2112A, COM716C2203A, CPAL16C2204A, CPAL16C2112A, CPAL16C2203A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2112A, DOHO16C2202A, DTAC16C2112A, EA16C2201A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2112A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2201A, KTC16C2112A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2204A, MINT16C2112A, MINT16C2203A, MTC16C2204A, MTC16C2112A, MTC16C2202A, OR16C2112A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTT16C2203A, PTTE16C2112A, PTTE16C2203A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016C2112D, S5016C2203A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112C, S5016P2112D, S5016P2203A, SAWA16C2204A, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCC16C2112A, SCGP16C2201A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2203A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2201A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TU16C2204A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, 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, PTTE, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASCO, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อย่างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัทธนชาติ 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)

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

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมกรร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุทธิเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมกรร่วมกันได้แก่ นางอศวีณี ไตรลัด ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีควิเบเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีควิเบเมนท์ 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

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 ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นริพนธ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
naripom.kla@thanachartsec.co.th

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

พลังงาน, บีโตร์เคมี, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย
พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล
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 อรุณภัย
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 จิตกุลศล
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 ลิมาวษ์ปราณี
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