

HOLD (From: BUY)**TP: Bt 37.00**

(From: Bt 42.00)

Change in Recommendation

Upside : 8.0%

21 DECEMBER 2021

Rajthanee Hospital Pcl. (RJH TB)

มี upside จำกัด

เราปรับลดคำแนะนำ RJH เป็น "ถือ" เนื่องจากราคาหุ้นมี upside ที่จำกัด อีกทั้งเรายังปรับลดกำไรลง 5% ต่อปี ในปี 2022-23F สะท้อนอัตราการเบิกเงินคืนกรณี UCEP-COVID ที่ลดลง ด้วย EPS ที่หดตัวลง 50/4% ในปี 2022-23F และมีความเสี่ยงที่อัตราการเบิกเงินคืนจะลดลงอีก เราจึงมองว่าการซื้อขายที่ PE ที่ 21.0 เท่า ของ RJH นั้นเป็นระดับที่เต็มมูลค่าแล้ว

**SIRIPORN ARUNOTHAI**

662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

ปรับลดคำแนะนำเป็น "ถือ"

เราปรับลดคำแนะนำ RJH เป็น "ถือ" (จาก ซื้อ) เนื่องจาก 1) หลังราคาหุ้นพุ่งขึ้น 44% YTD ปัจจุบันเราเห็น upside ที่จำกัดจากราคาเป้าหมายใหม่ของเราที่ 37.0 บาท (จาก 42.0 บาท) นอกจากนี้ ด้วย EPS ที่คาดว่าจะหดตัว 50/4% ในปี 2022-23 การซื้อขายที่ PE ที่ 21.0 เท่า ในปัจจุบันจึงเป็นระดับที่เหมาะสมแล้ว 2) อัตราการเบิกเงินคืนกรณีการรักษาโควิดภายใต้โครงการ Universal Coverage Scheme (UCEP) ของรัฐบาลลดลงจากเดือนธ.ค.2021 อีกทั้งเรายังพบว่ามีความเสี่ยงที่ค่ารักษาพยาบาลจะลดลงอีกในปี 2022F 3) การให้บริการที่เกี่ยวข้องกับโควิดมีแนวโน้มลดลงเร็วกว่าที่คาดไว้สำหรับ RJH ในช่วงหนึ่งเดือนที่ผ่านมา เราปรับลดกำไรลง 5% ต่อปี ในปี 2022-23F และ 7% ต่อปี ในปี 2024F-32F สะท้อนสาเหตุข้อ 2 และ 3 และความเสี่ยงเพิ่มเติมหากอัตราการเบิกเงินคืนถูกปรับลงไปอีก แม้ผลการดำเนินงาน 3Q21 จะแข็งแกร่งกว่าที่คาดไว้มาก และเราต้องเพิ่มกำไรมากถึง 50% ในปีนี้ ก็ตาม

อัตราการเบิกเงินคืนกรณี UCEP-COVID ลดลง

สำนักงานหลักประกันสุขภาพแห่งชาติ (สปสช.) ปรับลดอัตราการเบิกจ่ายภายใต้โครงการ UCEP สำหรับการตรวจคัดกรองด้วยวิธี RT-PCR ลง 12% การรักษากรณีไม่รุนแรงลงประมาณ 20% และการรักษากรณีรุนแรงลงราว 5% ตั้งแต่ธ.ค.2021 เราเห็นความเสี่ยงที่ฐานการเบิกเงินคืนจะลดลงอีกในปี 2022F เนื่องจากโรงพยาบาลเอกชนหลายแห่งยังคงทำกำไรได้สูงมากจากการให้บริการโควิด ที่อัตราใหม่นี้เราคาดว่ารายได้ที่เกี่ยวข้องกับโควิดของ RJH จะลดลงจาก 41% ในปี 2021F เป็น 13/3% ในปี 2022-23F เทียบผู้ป่วยโควิดของ RJH ในโรงพยาบาลสนามและหอผู้ป่วยของโรงพยาบาลลดลงเหลือ 1,209 เตียง ในเดือนพ.ย. จาก 1,694 เตียง ใน 3Q21

ผู้ป่วยโรคทั่วไปเงินสดดีขึ้น

เนื่องจากการชะลอการเข้ารับการรักษาของผู้ป่วยโรคทั่วไป เราจึงคาดว่าผู้ป่วยเงินสดโรคทั่วไปของ RJH จะลดลงอีก 2% ในปี 2021F หลังจากลดลงแล้ว 11% ในปี 2020 แต่ด้วยการติดเชื้อโควิดที่ลดลง เราจึงคาดว่าผู้ป่วยโรคทั่วไปของ RJH จะฟื้นตัวสู่ระดับก่อนโควิด-19 ในปี 2024F โดยคาดว่าจะเติบโต 5/7/5% ในปี 2022-24F RJH กล่าวว่ารายได้ผู้ป่วยเงินสดโรคทั่วไปสำหรับผู้ป่วยนอกและในในเดือนธ.ค.-พ.ย.2021 เติบโตขึ้น 5% y-y และ 0% y-y เทียบกับ -5% และ -3% y-y ใน 3Q21

ระงับแผนลงทุนในโครงการที่อยู่อาศัยไว้ก่อน

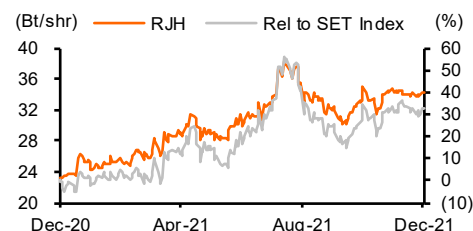
เนื่องด้วยจำนวนผู้ป่วยเงินสดที่เป็นโรคทั่วไปสะดุดในช่วงเกิดโควิด RJH จึงตัดสินใจระงับแผนการลงทุน 400 ลบ. สำหรับโรงพยาบาลใหม่ขนาด 120 เตียง ที่ติดกับโรงพยาบาลหลักในอยุธยาไว้ก่อน อย่างไรก็ตาม RJH ยังคงเดินหน้าโครงการโรงพยาบาลราชธานี หนองแคขนาด 150 เตียง ในจังหวัดสระบุรีต่อไป การก่อสร้างคาดว่าจะเริ่มใน 1Q22 หลังจากได้รับการอนุมัติ EIA ซึ่งคาดว่าจะได้รับอนุมัติปลายปีนี้ โครงการมีกำหนดจะเปิดในปลายปี 2023 หรือต้นปี 2024 เราคาดว่าโรงพยาบาลจะมีผลขาดทุนในช่วงสามปีแรกของการดำเนินงาน

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

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	1,855	3,022	2,188	2,156
Net profit	412	982	489	470
Consensus NP	—	949	427	465
Diff frm cons (%)	—	3.5	14.5	1.1
Norm profit	371	982	489	470
Prev. Norm profit	—	656	515	493
Chg frm prev (%)	—	49.7	(5.1)	(4.8)
Norm EPS (Bt)	1.2	3.3	1.6	1.6
Norm EPS grw (%)	17.2	164.4	(50.2)	(3.9)
Norm PE (x)	27.7	10.5	21.0	21.9
EV/EBITDA (x)	19.1	7.7	14.1	14.7
P/BV (x)	6.9	5.2	5.3	5.0
Div yield (%)	2.9	7.0	3.5	3.3
ROE (%)	25.7	56.6	25.1	23.7
Net D/E (%)	0.8	10.0	9.5	13.0

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 21-Dec-21 (Bt)	34.25
Market Cap (US\$ m)	305.1
Listed Shares (m shares)	300.0
Free Float (%)	61.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.9
12M Price H/L (Bt)	38.25/23.10
Sector	Health Care
Major Shareholder	Prasithirun family 22.97%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



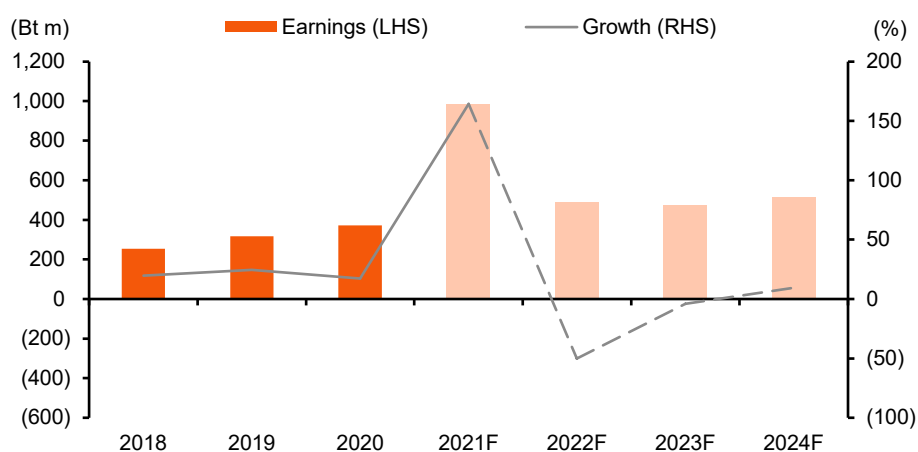
Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Revenue from Covid-19 services (Bt m)						
- New			1,247	288	72	51
- Old			1,511	601	127	97
- Change (%)			(17.5)	(52.2)	(43.6)	(47.2)
Gross margin (%)						
- New	31.5	32.0	46.5	34.7	33.7	30.2
- Old			32.1	33.7	34.3	29.6
- Change (pp)			14.3	1.0	(0.7)	0.6
Normalized profit (Bt m)						
- New	317	371	982	489	470	514
- Old			656	515	493	520
- Change (%)			49.7	(5.1)	(4.8)	(1.2)*

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Falling losses from new projects due to its new project in Ayutthaya being put on hold

Ex 2: Earnings Growth



Sources: Company data, Thanachart estimates

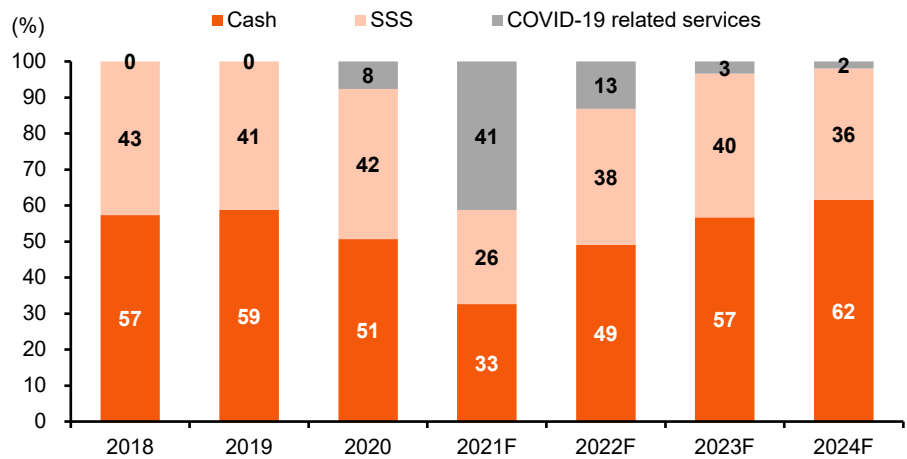
Ex 3: UCEP-COVID Reimbursement Rates

COVID-19 services	Old reimbursement rate	% decline
Treatment		
Hospital & Field hospitals		
- green cases	c.Bt5,500/day	c.20%
Hospital & Field hospitals		
- yellow and red cases	c.Bt10,000-25,000/day	c.5%
Screening		
RT-PCR – Type III	Bt1,700/case	12%
ATK – FIA technic	Bt550/test	27%

Sources: NHSO; Company data; Thanachart compilation

Note: Hospitals are hospital-cum-hotels

Ex 4: Revenue Breakdown



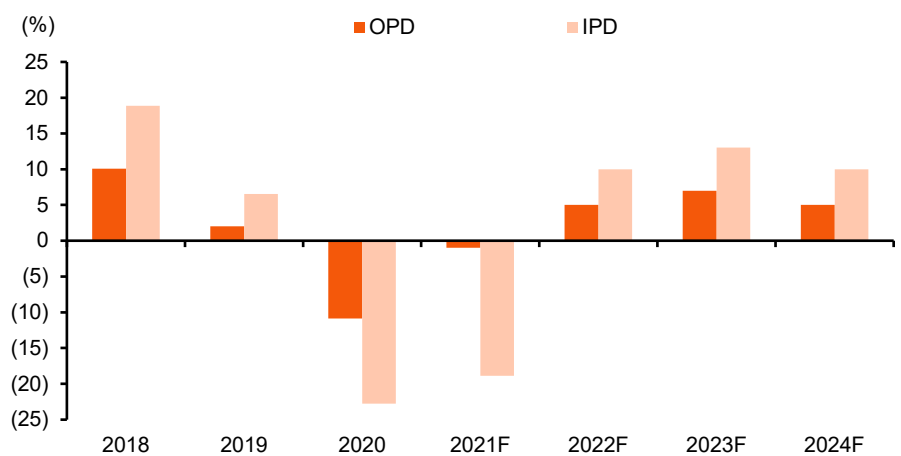
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: COVID Bed Capacity

	Average numbers of beds		
	3Q21	October 2021	November 2021
Non-COVID wards	169	208	226
COVID wards	310	154	82
Field hospitals: inside hospitals	362	447	447
Field hospitals: outside hospitals	1,022	680	680
Total COVID beds	1,694	1,281	1,209
Total beds	1,863	1,489	1,435

Source: Company data

Ex 6: Non-COVID Cash Patient Growth



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: 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	741	715	757	812	869	924	985	1,046	1,105	1,169	1,243	—
Free cash flow	616	289	596	639	681	718	766	815	865	915	744	13,967
PV of free cash flow	614	255	494	489	487	480	479	476	473	447	338	6,344
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.6											
WACC (%)	6.5											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	11,375											
Net debt (end-2021F)	197											
Minority interest	10											
Equity value	11,167											
# of shares (m)	300											
Equity value / share (Bt)	37.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 8: 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	11,473	19.8	(11.0)	34.2	38.4	3.9	3.9	13.0	13.0	1.6	1.6
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	7,312	20.8	4.3	8.9	8.5	1.1	1.0	7.1	7.4	2.4	2.3
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	1,379	(2.4)	39.4	12.6	9.0	1.7	1.5	8.8	6.8	3.6	4.7
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	9,253	na	934.9	814.8	78.7	16.6	12.9	64.0	32.0	0.1	0.2
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	2,771	na	na	na	59.9	3.2	3.2	55.2	20.6	0.0	0.0
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	1,069	na	200.0	80.0	26.7	2.1	1.9	15.8	12.2	1.0	1.8
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	13,648	169.8	7.6	38.4	35.7	2.4	2.3	16.8	16.0	0.8	1.0
Ryman	RYM NZ	New Zealand	4,117	(7.6)	1.5	26.2	25.8	2.4	1.9	31.2	26.3	1.9	1.7
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	1,781	78.3	0.0	31.7	31.7	2.6	2.5	17.6	16.6	2.2	1.8
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	1,481	373.8	(58.6)	8.6	20.7	4.6	4.5	6.2	11.9	6.4	2.7
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	10,711	15.6	16.1	51.6	44.5	4.1	3.9	27.8	25.0	1.1	1.2
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	3,268	(20.0)	69.0	114.7	67.8	6.5	6.8	46.0	33.8	2.2	2.2
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	1,189	176.2	(34.9)	16.5	25.4	7.5	7.3	12.7	19.4	4.2	2.8
Ladprao General Hospital *	LPH TB	Thailand	123	49.6	(13.0)	19.4	22.3	2.8	2.7	10.8	11.6	4.1	3.6
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	254	3.9	20.0	40.8	34.0	2.0	2.0	15.3	13.4	1.1	1.3
Rajthanee Hospital *	RJH TB	Thailand	305	164.4	na	10.5	21.0	5.2	5.3	7.7	14.1	7.0	3.5
Ratchaphruek Hospital *	RPH TB	Thailand	96	13.0	18.2	30.6	25.9	2.3	2.3	16.1	14.4	2.5	2.9
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	908	na	na	27.0	61.8	3.5	3.6	14.5	22.0	2.6	1.1
Average				75.4	79.6	80.4	35.4	4.1	3.9	21.5	17.6	2.5	2.0

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 21 Dec 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. โรงพยาบาลราชธานี (RJH) ดำเนินการบริหารโรงพยาบาลเอกชนด้วยมีจำนวนเตียงที่ใช้จริง 292 เตียง ภายใต้แบรนด์ "ราชธานี" ในจังหวัดพระนครศรีอยุธยา บริษัท ก่อตั้งขึ้นในปี 1992 บริษัท ยังได้เข้าถือหุ้น 52% ในโรงพยาบาลราชธานีโรจนะ (RRH) ในปี 2014 ปัจจุบัน RJH ให้บริการรักษาพยาบาลแก่ผู้ป่วยเงินสด และผู้ป่วยภายใต้โครงการประกันสังคม RJH มีความเชี่ยวชาญในการดูแลผู้ป่วยฉุกเฉิน ผู้ป่วยเด็ก และศัลยกรรมกระดูก ปัจจุบัน RJH ได้เข้าถือหุ้นใน RRH คิดเป็นสัดส่วนที่ 98%

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- โรงพยาบาลเอกชนที่ใหญ่ที่สุดในจังหวัดอยุธยา ด้วยมีประสบการณ์และแบรนด์ที่มีชื่อเสียงเป็นที่รู้จัก
- โรงพยาบาลของ RJH ตั้งอยู่ในทำเลที่ดี (ในชุมชน โรงงาน และนิคมอุตสาหกรรม)

O — Opportunity

- มีโรงพยาบาลและสถานพยาบาลของรัฐที่จำกัดในประเทศไทย
- การขยายขีดความสามารถในการรองรับความต้องการด้านการดูแลสุขภาพที่เพิ่มขึ้นในอนาคต
- การเพิ่มขึ้นของผู้ป่วยจากประเทศเพื่อนบ้าน จากการเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน
- การแพร่ระบาดของโควิด 19

CONSENSUS COMPARISON

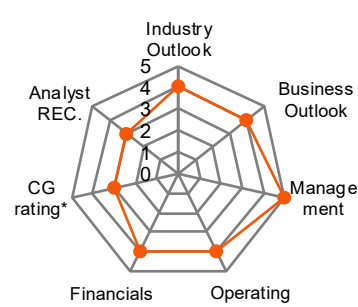
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	37.70	37.00	-2%
Net profit 21F (Bt m)	949	982	3%
Net profit 22F (Bt m)	427	489	14%
Consensus REC	BUY: 3	HOLD: 3	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราใกล้เคียงกับของตลาด แม้กำไรปี 2022F จะสูงกว่า ซึ่งเป็นเพราะเราให้ประมาณการที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อกำไรในระยะยาว เนื่องจากการขาดทุนของโรงพยาบาลใหม่

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

- มีการกระจายฐานลูกค้าที่จำกัด เนื่องจาก RJH ยังคงเน้นตลาดผู้มีรายได้น้อยถึงปานกลาง

T — Threat

- เครื่องมือโรงพยาบาลขนาดใหญ่ที่เติบโตอย่าง BDMS ซึ่งกำลังเข้ามาแย่งตลาดระดับกลาง
- การแข่งขันที่เพิ่มขึ้นจากคู่แข่งโรงพยาบาลในจังหวัดอยุธยา
- ความเสี่ยงจากนโยบายของภาครัฐ
- การแพร่ระบาดของโควิด 19

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากกลยุทธ์ในการผลักดันรายได้จากรูทิกผู้ป่วยเงินสดของ RJH เป็นไม่ไปไปตามคาด จะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- จากแผนการเปิดโรงพยาบาลใหม่ของ RJH หากโรงพยาบาลใหม่ทำกำไรได้เร็วกว่า/ช้ากว่าที่เราคาดไว้ในปัจจุบัน หรือมีการแข่งขันน้อยลง/มากขึ้นจากโรงพยาบาลเอกชนที่มีอยู่ หรือมีผู้เข้ามาใหม่ในตลาด จะ เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากอัตราการจ่ายเงินชดเชยสำหรับ Adjusted Relative Weight (RW) ภายใต้โครงการประกันสังคมเพิ่มขึ้น/ลดลงในอนาคต จะ เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Strong COVID-19 related services drive 2021F revenue

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	1,771	1,855	3,022	2,188	2,156
Cost of sales	1,213	1,262	1,618	1,429	1,430
Gross profit	557	594	1,404	759	726
% gross margin	31.5%	32.0%	46.5%	34.7%	33.7%
Selling & administration expenses	188	163	190	166	160
Operating profit	369	431	1,214	593	566
% operating margin	20.8%	23.2%	40.2%	27.1%	26.3%
Depreciation & amortization	90	109	141	148	149
EBITDA	459	539	1,354	741	715
% EBITDA margin	25.9%	29.1%	44.8%	33.9%	33.2%
Non-operating income	32	23	23	29	30
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(4)	(0)	(3)	(5)	(3)
Pre-tax profit	397	453	1,233	617	593
Income tax	80	81	247	123	119
After-tax profit	318	372	987	494	475
% net margin	17.9%	20.1%	32.6%	22.6%	22.0%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	(1)	(1)	(5)	(5)	(5)
Extraordinary items	79	41	0	0	0
NET PROFIT	396	412	982	489	470
Normalized profit	317	371	982	489	470
EPS (Bt)	1.3	1.4	3.3	1.6	1.6
Normalized EPS (Bt)	1.1	1.2	3.3	1.6	1.6

BALANCE SHEET

No new hospitals planned in 2021-23

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	576	441	945	593	557
Cash & cash equivalent	223	58	150	100	100
Account receivables	313	343	745	450	413
Inventories	31	36	44	39	39
Others	9	4	6	4	4
Investments & loans	10	0	353	353	353
Net fixed assets	967	1,272	1,285	1,439	1,673
Other assets	133	187	195	205	215
Total assets	1,685	1,899	2,778	2,590	2,797
LIABILITIES:					
Current liabilities:	225	340	705	591	675
Account payables	197	241	310	274	274
Bank overdraft & ST loans	0	70	347	283	366
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	28	29	48	34	34
Total LT debt	1	0	0	0	0
Others LT liabilities	60	57	93	67	66
Total liabilities	286	398	798	658	741
Minority interest	4	5	10	10	15
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	300	300	300	300	300
Share premium	1,093	1,093	1,093	1,093	1,093
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(354)	(354)	(354)	(354)	(354)
Retained earnings	357	457	930	882	1,002
Shareholders' equity	1,396	1,496	1,969	1,922	2,041
Liabilities & equity	1,685	1,899	2,778	2,590	2,797

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

*Sustainable cash inflow,
on our forecasts*

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	397	453	1,233	617	593
Tax paid	(68)	(80)	(229)	(136)	(119)
Depreciation & amortization	90	109	141	148	149
Chg In working capital	(11)	9	(342)	264	36
Chg In other CA & CL / minorities	84	5	(2)	(9)	(8)
Cash flow from operations	491	496	802	884	652
Capex	(246)	(411)	(150)	(300)	(380)
Right of use	0	(1)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(10)	10	(353)	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	99	(16)	24	(33)	(6)
Cash flow from investments	(157)	(419)	(479)	(333)	(386)
Debt financing	(345)	70	277	(65)	84
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(300)	(315)	(508)	(537)	(350)
Warrants & other surplus	(6)	3	0	0	0
Cash flow from financing	(650)	(243)	(231)	(602)	(266)
Free cash flow	245	85	652	584	272

VALUATION

*Trading at fair value, in
our view*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	32.4	27.7	10.5	21.0	21.9
Normalized PE - at target price (x)	35.0	29.9	11.3	22.7	23.6
PE (x)	26.0	24.9	10.5	21.0	21.9
PE - at target price (x)	28.0	26.9	11.3	22.7	23.6
EV/EBITDA (x)	21.9	19.1	7.7	14.1	14.7
EV/EBITDA - at target price (x)	23.7	20.6	8.3	15.2	15.9
P/BV (x)	7.4	6.9	5.2	5.3	5.0
P/BV - at target price (x)	8.0	7.4	5.6	5.8	5.4
P/CFO (x)	20.9	20.7	12.8	11.6	15.8
Price/sales (x)	5.8	5.5	3.4	4.7	4.8
Dividend yield (%)	3.2	2.9	7.0	3.5	3.3
FCF Yield (%)	2.4	0.8	6.3	5.7	2.6
(Bt)					
Normalized EPS	1.1	1.2	3.3	1.6	1.6
EPS	1.3	1.4	3.3	1.6	1.6
DPS	1.1	1.0	2.4	1.2	1.1
BV/share	4.7	5.0	6.6	6.4	6.8
CFO/share	1.6	1.7	2.7	2.9	2.2
FCF/share	0.8	0.3	2.2	1.9	0.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	11.6	4.8	62.9	(27.6)	(1.5)
Net profit (%)	55.5	4.2	138.0	(50.2)	(3.9)
EPS (%)	55.5	4.2	138.0	(50.2)	(3.9)
Normalized profit (%)	24.5	17.2	164.4	(50.2)	(3.9)
Normalized EPS (%)	24.5	17.2	164.4	(50.2)	(3.9)
Dividend payout ratio (%)	83.4	72.7	73.0	73.0	73.0
Operating performance					
Gross margin (%)	31.5	32.0	46.5	34.7	33.7
Operating margin (%)	20.8	23.2	40.2	27.1	26.3
EBITDA margin (%)	25.9	29.1	44.8	33.9	33.2
Net margin (%)	17.9	20.1	32.6	22.6	22.0
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.2	0.1	0.2
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.2)	0.0	0.1	0.1	0.1
Interest coverage - EBIT (x)	85.1	na	414.32	115.81	166.19
Interest coverage - EBITDA (x)	105.8	na	462.38	144.71	209.91
ROA - using norm profit (%)	17.8	20.7	42.0	18.2	17.4
ROE - using norm profit (%)	23.5	25.7	56.6	25.1	23.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	23.5	25.8	56.9	25.4	24.0
- asset turnover (x)	1.0	1.0	1.3	0.8	0.8
- operating margin (%)	22.7	24.4	40.9	28.4	27.7
- leverage (x)	1.3	1.2	1.3	1.4	1.4
- interest burden (%)	98.9	99.9	99.8	99.2	99.4
- tax burden (%)	80.0	82.2	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
ROIC (%)	26.6	30.2	64.4	21.9	21.5
NOPAT (Bt m)	295	354	971	474	453
invested capital (Bt m)	1,173	1,508	2,167	2,104	2,308

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) 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, PTTEP, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASC, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อย่างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท 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 มี 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 ปทุมไรซมิล 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 มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ 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 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) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลังงาน , บีโตร์เคมี, กระดาษ
จักร เรื่องสิทธิสัญญา
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, เติมน้ำมัน
พัทธดนย์ บุญนา
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

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

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

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรัชชา 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
ภัทรวลดี หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

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

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

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

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

นักวิเคราะห์, แพล

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

Data Support Team

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

เกษมรัตน์ จิตกุล
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
sunset.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร
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