

BUY (Unchanged)

TP: Bt 4.40

(From: Bt 4.80)

Change in Numbers

Upside : 27.2%

18 JANUARY 2022

Chularat Hospital Pcl (CHG TB)

ปัจจัยหนุนเริ่มทำงาน

เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” CHG ด้วยมองว่าเป็นบริษัทที่เติบโตอย่างยั่งยืนในธุรกิจหลัก และมีฐานจากผู้ป่วยโรคทั่วไปในปี 2022F สูงกว่าปี 2019 รวบรวม 68% แม้ไม่รวมรายได้จากโควิด เราเริ่มเห็นปัจจัยหนุนการเติบโต ซึ่งได้แก่ การเติบโตของผู้ป่วย ศูนย์เฉพาะทาง การบริหารศูนย์หัวใจ และการขยายขีดความสามารถในการให้บริการ



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

เป็นบริษัทที่เติบโตอย่างยั่งยืน

เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” CHG ในฐานะที่เป็นบริษัทที่เติบโตอย่างยั่งยืนในการดำเนินงานหลัก แม้ไม่รวมรายได้ที่เกี่ยวข้องกับโควิด กำไรเติบโต 15% ต่อปี ในปี 2019-21F และเรคาดจะเติบโต 24/15/11% ในปี 2022-24F กำไรจากผู้ป่วยโรคทั่วไปปี 2022F คาดว่าจะสูงกว่าปี 2019 อยู่ 68% CHG มีผลขาดทุนจากโรงพยาบาลจุฬารัตน์แม่สอดอินเตอร์เนชั่นแนลที่เปิดใหม่ในปี 2023F เนื่องจากการขาดทุนเป็นปกติของโรงพยาบาลใหม่ในช่วง 2-3 ปีแรกของการดำเนินงาน แต่โรงพยาบาลใหม่มีไว้เพื่อการเติบโตของกำไรในระยะยาว หากไม่รวมโรงพยาบาลใหม่ เรคาดว่า CHG จะเติบโตจากการดำเนินงานปกติที่ 18/9% ในปี 2023-24F สำหรับ Valuation เรามองว่า CHG ไม่แพงที่ PE ที่ 23.8 เท่า PE และ PE ที่ไม่รวมกำไรจากโควิดที่ 32.2 เท่า ในปี 2022F ซึ่งยังคงต่ำกว่า PE เฉลี่ย 5 ปี (ปี 2015-19) ที่ 41.3 เท่า

ปัจจัยหนุนการดำเนินงานหลัก

การรักษาโรคทั่วไปซึ่งเป็นธุรกิจหลักของ CHG เติบโตได้ดีพอสมควรที่ราว 15% ต่อปีในปี 2019-21F เรคาดว่าจะเติบโตอีก 17% ต่อปี ในปี 2022-24F ปัจจัยหนุน คือ 1) ความต้องการด้านการรักษาพยาบาลที่ถูกกักไว้และความต้องการที่เติบโตแบบปกติของธุรกิจ 2) ศูนย์บริหารหัวใจแห่งใหม่ 3 แห่ง ได้แก่ รพ.สิรินธร รพ.สมุทรปราการ และรพ.ระยอง 3) ศูนย์เฉพาะทางโรคหลอดเลือดสมองและมะเร็งแห่งใหม่ 4) การขยายขีดความสามารถในการให้บริการที่โรงพยาบาลจุฬารัตน์ 304 อินเตอร์เนชั่นแนล (304) และโรงพยาบาลร่วมแพทย์จะเชิงเทรา (RPC) จาก 59 เตียงเป็น 100 เตียง ใน 2H22 หลังกลับมาเริ่มกำไรในปีที่แล้ว

โควิดเป็น yo-yo factor

โควิดเป็นปัจจัยที่มีความไม่แน่นอนที่สำคัญต่อประมาณการกำไรของเรา ดังนั้นเราจึงให้ความสำคัญกับการดำเนินงานหลักมากขึ้น แม้ว่า CHG จะยังคงเป็นผู้ได้ประโยชน์จากโควิดมากที่สุดเป็นอันดับสองรองจาก BCH ปัจจุบันเรคาดว่ากำไรจากโควิดคิดเป็น 26% ของกำไรทั้งหมดของ CHG ในปี 2022F (1% ในปี 2023F) โดยสมมติให้มี yo-yo factor 2 ประการ 1) การระบาดของโอมิครอนที่จะส่งผลให้แนวโน้มการให้บริการโควิดดีขึ้นใน 1Q22F จากที่ลดลงใน 4Q21F และ 2) เราสมมติให้รัฐบาลยกเลิกบริการโควิดฟรีภายใต้โครงการ Universal Coverage for Emergency Patients (UCEP) ในกรณีที่ผู้ติดเชื้อโควิดมีอาการที่ไม่รุนแรงตั้งแต่กลางปี 2022F โดยยังคงคุ้มครองกรณีที่มีอาการรุนแรง ด้วยเหตุนี้ กำไร 1Q22F น่าจะยังคงมีแนวโน้มเป็นบวกก่อนที่จะลดลงใน 2H22F

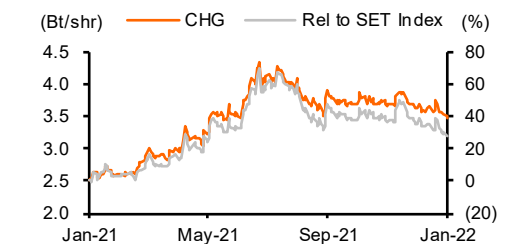
คาดการณ์การดำเนินงาน 4Q21F แข็งแกร่ง

เรคาดว่า CHG จะมีกำไรแข็งแกร่งที่ 603 ลบ. ใน 4Q21F เพิ่มขึ้น 138% y-y แต่ลดลง 61% q-q การเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่ง y-y มีปัจจัยผลักดันจาก 1) รายได้ที่เพิ่มขึ้นจากบริการที่เกี่ยวข้องกับโควิด-19 2) รายได้ใหม่จากการบริหารโรงพยาบาลและศูนย์หัวใจ 3) การดำเนินงานที่ดีขึ้นที่ RPC และ 304 และ 4) รายได้วัคซีน Moderna ขณะที่กำไรที่ลดลงอย่างมาก q-q เป็นผลมาจากบริการที่เกี่ยวข้องกับโควิด-19 ที่พุ่งสูงสุดใน 3Q21

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	5,433	10,362	8,078	7,471
Net profit	877	2,994	1,599	1,373
Consensus NP	—	3,040	1,446	1,336
Diff frm cons (%)	—	(1.5)	10.6	2.8
Norm profit	877	2,994	1,599	1,373
Prev. Norm profit	—	2,421	1,577	1,426
Chg frm prev (%)	—	23.7	1.4	(3.7)
Norm EPS (Bt)	0.1	0.3	0.1	0.1
Norm EPS grw (%)	24.3	241.6	(46.6)	(14.2)
Norm PE (x)	43.4	12.7	23.8	27.7
EV/EBITDA (x)	26.7	9.6	17.7	20.0
P/BV (x)	9.5	6.7	6.7	6.3
Div yield (%)	1.4	5.5	2.9	2.5
ROE (%)	22.7	61.6	28.1	23.5
Net D/E (%)	12.7	(6.0)	(10.5)	(19.9)

PRICE PERFORMANCE



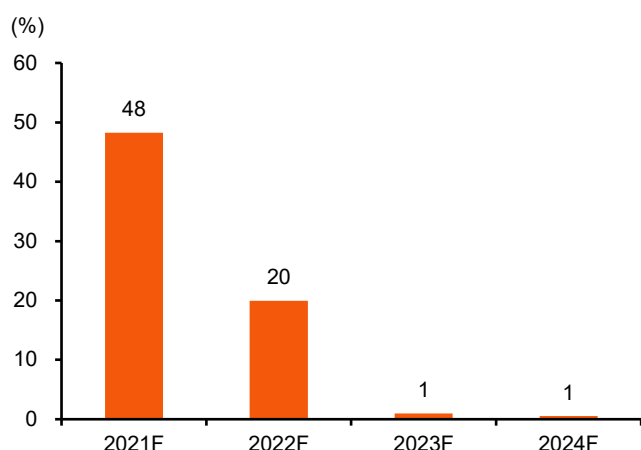
COMPANY INFORMATION

Price as of 18-Jan-22 (Bt)	3.46
Market Cap (US\$ m)	1,149.2
Listed Shares (m shares)	11,000.0
Free Float (%)	42.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	9.7
12M Price H/L (Bt)	4.34/2.52
Sector	Health Care
Major Shareholder	Plussind Family 23.79%

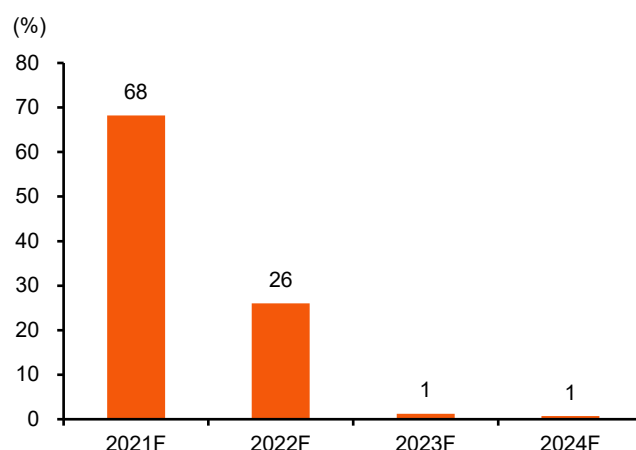
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



Ex 1: CHG's Revenue Contribution From COVID Services

Source: Thanachart estimates

Ex 2: CHG's Earnings Contribution From COVID Services

Source: Thanachart estimates

Ex 3: CHG's COVID-19 Capacity And Utilization Rate

Capacity	3Q21	Late December 2021	2nd week of January 2022	Maximum capacity
# of beds in hospitals	600	100	100+	Can expand further
Utilization rate	90%	60-70%	90%	
# of beds in hospitelts	8000+	3,000	3,000	Can expand further
Utilization rate	75%	15%	75%	
# of beds in field hospitals	0	400	400	600 beds
Utilization rate	0%	20-25%	75-80%	
Actual COVID screening (tests/day)	1,000	500	>500	2,500-3,000

Source: Company data

Ex 4: UCEP-COVID Reimbursement Rate

COVID-19 services	Reimbursement rate cut
Treatment	
Hospitel & Field hospital	
▪ Green cases	20%
Hospital & Field hospital	
▪ Yellow & red cases	5-9%
Screening	
RT-PCR – Type III	12%
ATK – FIA technic	27%

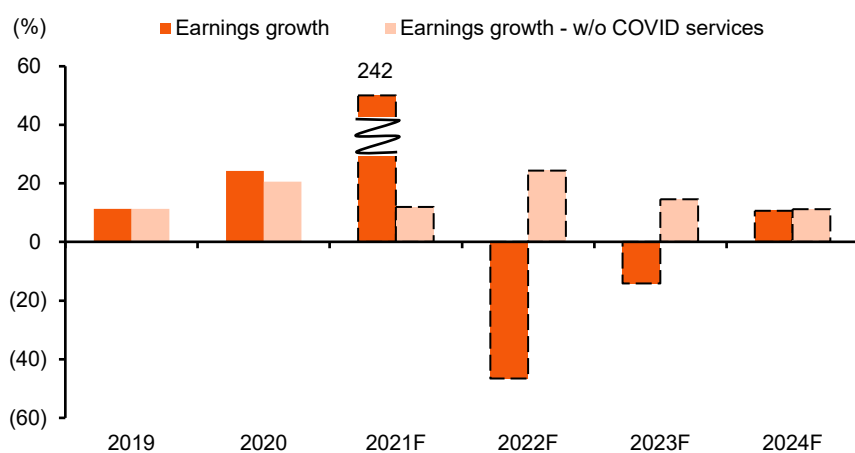
Sources: NHSO; Thanachart compilation

Ex 5: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Revenue from COVID-related services (Bt m)						
- New		82	5,001	1,610	70	43
- Old			4,022	1,162	301	134
- Change (%)			24.3	38.5	(76.8)	(67.9)
Hospital management revenue (Bt m)						
- New			254	282	282	212
- Old			254	264	198	0
- Change (%)			—	6.8	42.4	n.a.
Gross profit (%)						
- New	29.7	32.2	44.0	32.1	30.8	32.0
- Old			39.6	32.9	32.1	32.7
- Change (pp)			4.3	(0.8)	(1.3)	(0.6)
Normalized profit (Bt m)						
- New	705	877	2,994	1,599	1,373	1,519
- Old			2,421	1,577	1,426	1,399
- Change (%)			23.7	1.4	(3.7)	8.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Earnings Growth With And Without COVID Services



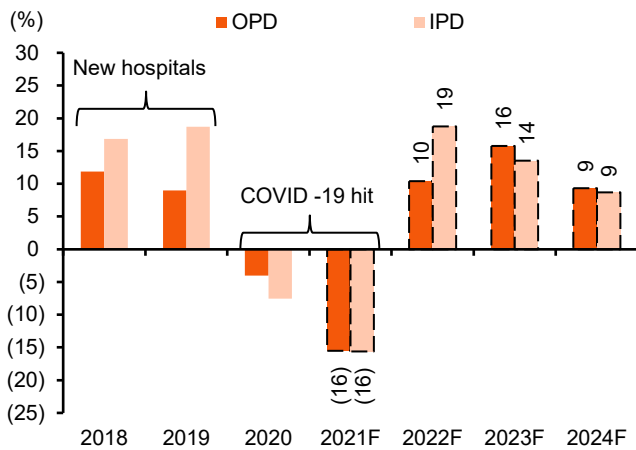
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: CHG's Post COVID Game Plan



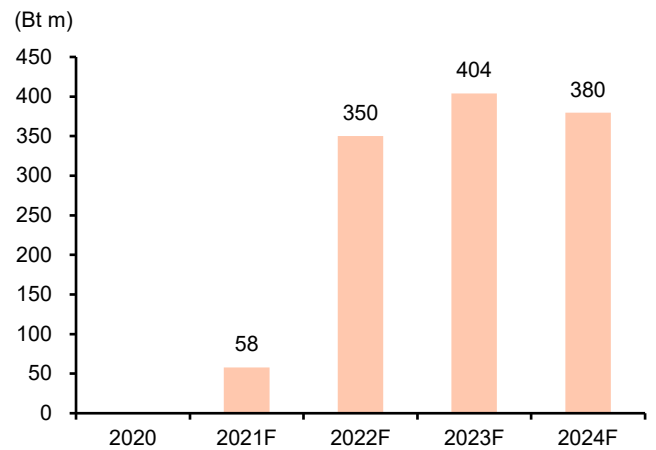
Source: Company data

Ex 8: OPD And IPD Cash Patient Growth



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Revenue Contribution From Managed Heart Center



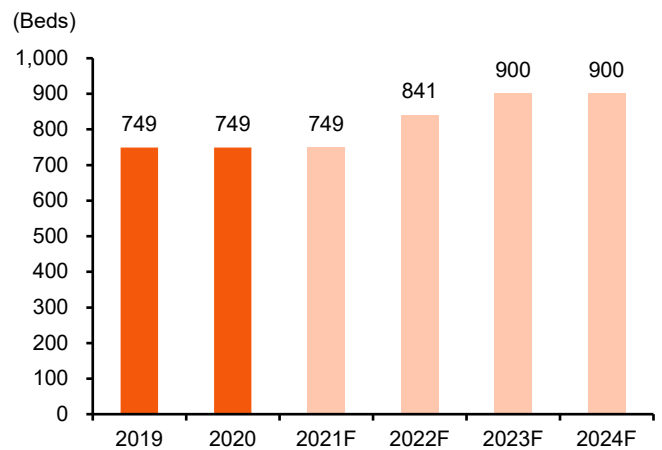
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Construction Progress Of Cancer Center

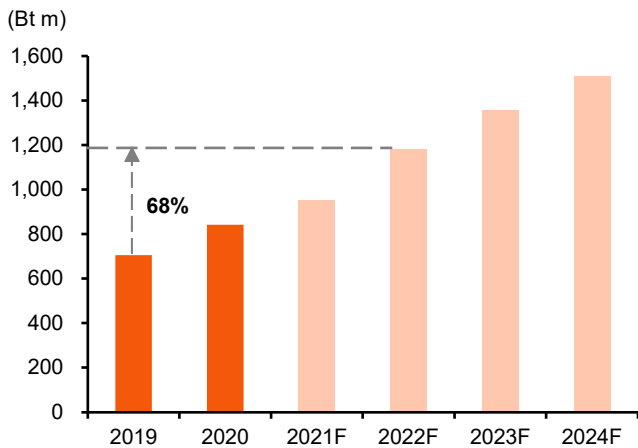


Source: Company data

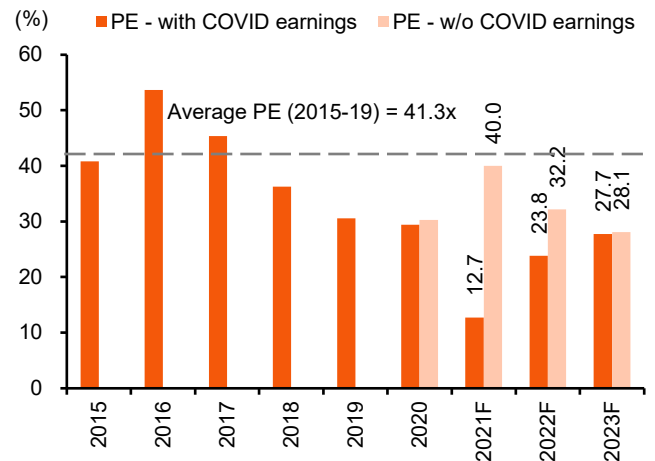
Ex 11: CHG's IPD Available Bed Capacity



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: 2022F Non-COVID Profit Above 2019 Level By 68%

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: CHG's PE Is Inexpensive In Our View

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 14: 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	2,101	1,827	2,108	2,287	2,485	2,694	2,915	3,145	3,384	3,629	3,893	—
Free cash flow	1,918	1,723	1,719	1,692	1,819	1,987	2,163	2,348	2,537	2,734	2,943	64,976
PV of free cash flow	1,913	1,530	1,438	1,309	1,320	1,353	1,381	1,406	1,425	1,440	1,454	32,090
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.6											
WACC (%)	6.1											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value	48,058											
Net debt (end-2021F)	(356)											
Minority interest	188											
Equity value	48,226											
# of shares (m)	11,000											
Equity value / share (Bt)	4.40											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 15: 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	11,018	19.8	(11.9)	32.6	36.9	3.7	3.7	12.6	12.6	1.7	1.7
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	7,936	20.8	4.3	10.4	10.0	1.3	1.1	7.8	8.2	2.0	1.9
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	1,527	(2.4)	39.8	14.0	10.0	1.9	1.7	9.6	7.4	3.3	4.3
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	8,905	(77.0)	934.8	773.7	74.8	15.8	12.2	60.9	30.3	0.1	0.2
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	2,925	na	na	na	62.1	3.3	3.3	57.3	21.3	0.0	0.0
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	1,076	(55.2)	200.0	80.0	26.7	2.1	1.9	15.8	12.2	1.0	1.8
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	13,797	171.4	6.4	38.4	36.0	2.4	2.3	16.7	16.0	0.9	1.0
Ryman	RYM NZ	New Zealand	4,013	(7.6)	1.5	25.5	25.1	2.3	1.8	30.5	25.0	1.9	1.7
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	1,828	78.3	0.0	32.2	32.2	2.7	2.6	17.9	16.9	2.1	1.8
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	1,468	373.8	(58.6)	8.3	20.2	4.5	4.4	6.0	11.6	6.6	2.7
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	10,508	15.6	16.1	49.8	42.9	3.9	3.8	26.8	24.1	1.1	1.3
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	3,275	(20.0)	69.0	113.0	66.9	6.4	6.7	45.3	33.3	2.2	2.2
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	1,149	241.6	(46.6)	12.7	23.8	6.7	6.7	9.6	17.7	5.5	2.9
Ladprao General Hospital *	LPH TB	Thailand	135	256.8	(51.1)	8.8	17.9	2.5	2.5	5.8	10.1	5.7	4.2
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	266	14.3	20.1	38.1	31.8	2.1	2.0	13.8	12.3	1.2	1.4
Rajthanee Hospital *	RJH TB	Thailand	299	164.4	(50.2)	10.1	20.3	5.0	5.2	7.5	13.6	7.2	3.6
Ratchaphruek Hospital *	RPH TB	Thailand	102	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	1,019	na	(56.4)	29.8	68.3	3.9	4.0	15.7	23.9	2.3	1.0
Average				75.5	60.9	77.0	35.2	4.0	3.8	20.9	17.3	2.6	2.0

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 18 Jan 2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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 และศัลยกรรมโดยใช้กล้องจุลทรรศน์, ผู้ป่วยทารกแรกเกิดระยะวิกฤต (NICU), ศูนย์หัวใจ และศูนย์โรคหลอดเลือดสมอง

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นหนึ่งในกลุ่มโรงพยาบาลขนาดใหญ่ของประเทศไทยที่มีประสบการณ์ที่แข็งแกร่ง และมีแบรนด์ที่มีชื่อเสียงในการให้บริการด้านดูแลสุขภาพ
- โรงพยาบาลของ CHG ตั้งอยู่ทำเลที่ดี (ชุมชน โรงงาน และนิคมอุตสาหกรรม)
- มีโรงเรียนฝึกหัดพยาบาลของตัวเอง รองรับความต้องการของกลุ่ม

O — Opportunity

- มีโรงพยาบาลรัฐที่จำกัดในประเทศไทย
- การขยายขีดความสามารถในการรองรับความต้องการด้านการดูแลสุขภาพในอนาคด
- การเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ
- ผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นจากประเทศเพื่อนบ้าน
- ความเสี่ยงจากโควิด19

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	4.28	4.40	3%
Net profit 21F (Bt m)	3,040	2,994	-2%
Net profit 22F (Bt m)	1,446	1,599	11%
Consensus REC	BUY: 12	HOLD: 6	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด แม้กำไรปี 2022F ของเราจะแข็งแกร่งกว่าของตลาด เนื่องจากเราให้สมมติฐานที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อรายได้จากบริการโควิดในระยะยาว

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 โดยยังคงเน้นตลาดระดับล่างถึงกลาง และตลาดระบบประกันสุขภาพของภาครัฐ

T — Threat

- เครือข่ายโรงพยาบาลขนาดใหญ่ที่เติบโตอย่าง BDMS ซึ่งกำลังเข้ามาแย่งตลาดระดับกลาง
- ความเสี่ยงจากนโยบายของภาครัฐ ความเสี่ยงจากโควิด19

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากกลยุทธ์ในการผลักดันรายได้จากธุรกิจผู้ป่วยเงินสดของ CHG แย่กว่าที่เราคาด จะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- หากอัตราการเบิกเงินคืนสำหรับ Adjusted Relative Weight (RW) ภายใต้โครงการประกันสังคมและประกันสุขภาพถ้วนหน้าลดลงในอนาคต จะทำให้มีความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- เนื่องจากการขยายขีดความสามารถในการรองรับในช่วงหลายปีข้างหน้า อาคารใหม่ของ CHG อาจทำให้ค่าเช่าสูงกว่าที่เราคาด
- หากมีการแข่งขันจากผู้ประกอบการเอกชนมากขึ้นหรือมีผู้ประกอบการใหม่เข้ามาแย่งตลาดไทย จะเป็ความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

2021F earnings are driven
by COVID-19 treatment
and tests

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	5,166	5,433	10,362	8,078	7,471
Cost of sales	3,629	3,685	5,808	5,485	5,172
Gross profit	1,536	1,748	4,554	2,592	2,299
% gross margin	29.7%	32.2%	44.0%	32.1%	30.8%
Selling & administration expenses	672	673	1,011	863	869
Operating profit	864	1,075	3,543	1,730	1,430
% operating margin	16.7%	19.8%	34.2%	21.4%	19.1%
Depreciation & amortization	343	370	373	385	409
EBITDA	1,207	1,445	3,916	2,115	1,840
% EBITDA margin	23.4%	26.6%	37.8%	26.2%	24.6%
Non-operating income	25	32	260	288	292
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(40)	(36)	(18)	(3)	(2)
Pre-tax profit	849	1,071	3,786	2,015	1,720
Income tax	184	219	772	403	327
After-tax profit	665	852	3,013	1,612	1,393
% net margin	12.9%	15.7%	29.1%	20.0%	18.6%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	41	24	(19)	(13)	(20)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	705	877	2,994	1,599	1,373
Normalized profit	705	877	2,994	1,599	1,373
EPS (Bt)	0.1	0.1	0.3	0.1	0.1
Normalized EPS (Bt)	0.1	0.1	0.3	0.1	0.1

BALANCE SHEET

New cancer center and
hospital due to be
operational in 2022-23

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	1,764	1,763	2,634	2,396	2,881
Cash & cash equivalent	521	580	432	632	1,252
Account receivables	1,058	983	1,874	1,461	1,351
Inventories	161	179	286	270	248
Others	25	22	41	32	30
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	4,335	4,167	4,359	4,488	4,292
Other assets	167	271	442	349	319
Total assets	6,266	6,201	7,435	7,233	7,491
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,682	1,429	1,243	1,117	1,044
Account payables	607	570	955	902	850
Bank overdraft & ST loans	820	570	40	8	6
Current LT debt	146	136	9	2	1
Others current liabilities	109	153	240	206	187
Total LT debt	573	407	27	5	4
Others LT liabilities	115	171	281	222	202
Total liabilities	2,370	2,008	1,552	1,345	1,251
Minority interest	193	169	188	200	221
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	3,450	3,441	3,774
Shareholders' equity	3,702	4,024	5,696	5,687	6,020
Liabilities & equity	6,266	6,201	7,435	7,233	7,491

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

Strong and sustainable cash inflow streams

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	849	1,071	3,786	2,015	1,720
Tax paid	(158)	(193)	(706)	(431)	(341)
Depreciation & amortization	343	370	373	385	409
Chg In working capital	(103)	20	(614)	376	81
Chg In other CA & CL / minorities	37	20	1	3	(3)
Cash flow from operations	968	1,288	2,840	2,349	1,867
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	(72)	25	3
Cash flow from investments	(687)	(250)	(627)	(480)	(202)
Debt financing	312	(426)	(1,037)	(61)	(4)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(550)	(550)	(1,323)	(1,608)	(1,040)
Warrants & other surplus	(16)	(5)	0	0	0
Cash flow from financing	(254)	(980)	(2,360)	(1,669)	(1,044)
Free cash flow	235	1,103	2,290	1,849	1,667

VALUATION

Inexpensive valuation, in our view

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	54.0	43.4	12.7	23.8	27.7
Normalized PE - at target price (x)	68.6	55.2	16.2	30.3	35.3
PE (x)	54.0	43.4	12.7	23.8	27.7
PE - at target price (x)	68.6	55.2	16.2	30.3	35.3
EV/EBITDA (x)	32.4	26.7	9.6	17.7	20.0
EV/EBITDA - at target price (x)	40.9	33.9	12.3	22.6	25.6
P/BV (x)	10.3	9.5	6.7	6.7	6.3
P/BV - at target price (x)	13.1	12.0	8.5	8.5	8.0
P/CFO (x)	39.3	29.5	13.4	16.2	20.4
Price/sales (x)	7.4	7.0	3.7	4.7	5.1
Dividend yield (%)	1.4	1.4	5.5	2.9	2.5
FCF Yield (%)	0.6	2.9	6.0	4.9	4.4
(Bt)					
Normalized EPS	0.1	0.1	0.3	0.1	0.1
EPS	0.1	0.1	0.3	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	0.3	0.2	0.2
FCF/share	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

*2022-23F non-COVID
earnings base much
higher compared to 2019*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	17.2	5.2	90.7	(22.0)	(7.5)
Net profit (%)	11.3	24.3	241.6	(46.6)	(14.2)
EPS (%)	11.3	24.3	241.6	(46.6)	(14.2)
Normalized profit (%)	11.3	24.3	241.6	(46.6)	(14.2)
Normalized EPS (%)	11.3	24.3	241.6	(46.6)	(14.2)
Dividend payout ratio (%)	78.0	62.7	70.0	70.0	70.0
Operating performance					
Gross margin (%)	29.7	32.2	44.0	32.1	30.8
Operating margin (%)	16.7	19.8	34.2	21.4	19.1
EBITDA margin (%)	23.4	26.6	37.8	26.2	24.6
Net margin (%)	12.9	15.7	29.1	20.0	18.6
D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.3	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.2)
Interest coverage - EBIT (x)	21.4	30.2	199.6	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	29.8	40.5	220.6	na	na
ROA - using norm profit (%)	11.8	14.1	43.9	21.8	18.6
ROE - using norm profit (%)	19.4	22.7	61.6	28.1	23.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	18.3	22.1	62.0	28.3	23.8
- asset turnover (x)	0.9	0.9	1.5	1.1	1.0
- operating margin (%)	17.2	20.4	36.7	25.0	23.0
- leverage (x)	1.6	1.6	1.4	1.3	1.3
- interest burden (%)	95.5	96.8	99.5	99.9	99.9
- tax burden (%)	78.3	79.6	79.6	80.0	81.0
WACC (%)	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
ROIC (%)	15.7	18.1	61.9	25.9	22.8
NOPAT (Bt m)	677	856	2,820	1,384	1,159
invested capital (Bt m)	4,720	4,558	5,340	5,070	4,779

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 116 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AOT16C2204A, AOT16C2202A, BAM16C2204A, BANP16C2204A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2204A, BBL16C2201A, BBL16C2203A, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BGRI16C2205A, CBG16C2204A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2202A, COM716C2203A, CPAL16C2204A, CPAL16C2203A, CPF16C2205A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2202A, EA16C2205A, EA16C2201A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2205A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C2202A, GUNK16C2205A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C2204A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2205A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2205A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2205A, KCE16C2201A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MINT16C2204A, MINT16C2203A, MTC16C2204A, MTC16C2202A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2201A, PTT16C2203A, PTTE16C2203A, RBF16C2202A, RS16C2205A, RS16C2201A, S5016P2203B, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016C2112D, S5016C2203A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112C, S5016P2112D, S5016P2203A, SAWA16C2204A, SAWA16C2202A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCGP16C2201A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2203A, STA16C2201A, STEC16C2204A, STEC16C2201A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, 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, PTT, PTTEP, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TESCO, 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 ราชธานีลิสซิ่ง 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 ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล 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 หมอศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอติฉิน ไต้ล้งคะ 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 นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Thematic Research, 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, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุณนาค

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรชดา 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

พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ

Tel: 662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรคมป่ารุ่ง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลภรณ์ คลังเปรมจิตต์

Tel: 662-779-9107

nariporn.kla@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

sunet.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