

BUY (From: HOLD)

Change in Recommendation

TP: Bt 7.00

Upside : 14.8%

(From: Bt 6.50)

10 JANUARY 2022

Small Cap Research

Ladprao General Hospital (LPH TB)

ฐานกำไรใหม่

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ LPH เป็น “ซื้อ” (จาก ถือ) จากฐานกำไรที่สูงขึ้น อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 3% สำหรับระยะเวลาการถือครอง 4 เดือน และ ซื้อขายที่ PE ที่ถูกที่ 17.6 เท่า ในปี 2022F หลังจากราคาหุ้นลดลง 12% จากรดับสูงสุดของปี 2021 เราให้มูลค่า LPH ที่ 7.0 บาท



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มคำแนะนำ LPH เป็น “ซื้อ”

เราปรับคำแนะนำ LPH เป็น “ซื้อ” จาก ถือ 1) ฐานกำไรปี 2022-23F ของ LPH ที่เพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าจากปี 2019 เนื่องจากกำไร 3Q21 ดีกว่าที่คาด และโควิดที่ยังไม่หายไปทั้งหมด แม้เราจะรวมการยกเลิก UCEPCOVID ใน 2H22 เป็นต้นไปก็ตาม เราปรับกำไรขึ้น 138/34/12/16% ในปี 2021-24F และปรับราคาเป้าหมายเป็น 7.0 บาท จาก 6.5 บาท 2) หลังราคาหุ้นปรับลง 15% จากจุดสูงสุดของปี 2021 เรามองว่าหุ้น LPH มีราคาถูก โดย ซื้อขายที่ PE ที่ 17.6 เท่า ในปี 2022F เทียบกับ PE เฉลี่ยปี 2015-19 ที่ 32.9 เท่า 3) เนื่องจากมีกำไรจากบริการโควิด เราจึงคาดว่า LPH จะจ่ายปันผลหุ้นละ 0.15 บาท สำหรับผลการดำเนินงาน 4Q21 ในต้นเดือนพ.ค. 2022F ซึ่งคิดเป็นอัตราผลตอบแทนที่ 3% สำหรับการถือครองหุ้น 4 เดือน และ 4) การนำบริษัทลูกเข้าตลาด การเข้าซื้อกิจการที่เป็นไปได้ และโควิดระลอกใหม่ จะเป็นปัจจัยหนุนราคาหุ้นในระยะสั้น

ฐานกำไรใหม่

แม้เราคาดว่ากำไรจะลดลง 51/13% ในปี 2022-23F จากรายได้โควิดที่ลดลง แต่ฐานกำไรของ LPH ในปีเหล่านั้นที่ 249/217 ลบ. ยังคงเป็นระดับสองเท่าของปี 2019 ที่ 110 ลบ. หนุนโดย ผู้ป่วยโรคหัวใจเงินสดที่เติบโต ผู้ประกันตนภายใต้โครงการประกันสังคมที่เพิ่มขึ้น รายได้จากการรักษาโรคร้ายแรงที่เพิ่มขึ้น รายได้บริการและวัคซีนที่เกี่ยวข้องกับโควิด และการดำเนินงานของ AMARC (ซึ่งเป็นบริษัทในเครือที่ LPH ถือหุ้นอยู่ 97%) ที่ดีขึ้น ด้วยโควิดระลอกใหม่ในช่วงต้นปี LPH ได้เพิ่มเตียง Hospital เป็น 600 เตียง จาก 300 เตียง ณ สิ้นปี 2021 การตรวจคัดกรองโควิดก็เพิ่มขึ้นเป็น 300 ราย/วัน เพิ่มขึ้นจาก 30 ราย ในช่วงปลายปี 2020

ผู้ป่วยโรคหัวใจเงินสดดีขึ้น

ผู้ป่วยโรคหัวใจเงินสดของ LPH คาดว่าจะลดลง 4.1% ในปี 2021F หลังลดลง 3.9% ในปี 2020 ด้วยอัตราการฉีดวัคซีนในกรุงเทพฯ ที่สูง 100% สำหรับการฉีดวัคซีนเข็มเดียว และ 92% สำหรับการฉีดวัคซีน 2 เข็ม และความรุนแรงของอาการที่ไม่รุนแรงของสายพันธุ์โอไมครอน เราจึงไม่คาดว่าจะเกิดวิกฤตโควิดซ้ำในปี 2022F เราคาดว่าผู้ป่วยโรคหัวใจเงินสดของ LPH จะฟื้นตัว 5/3/3% ในปี 2022-24F LPH กล่าวว่ารายได้ผู้ป่วยโรคหัวใจเงินสดสำหรับผู้ป่วยนอกและใน ใน 4Q21 เพิ่มขึ้นเล็กน้อย y-y และยังคงมีแนวโน้มต่อเนื่องในต้นปี 2022 หนุนโดยผู้ป่วยโรคหัวใจ เบาหวาน และกระดูกและข้อ และการตรวจสุขภาพ

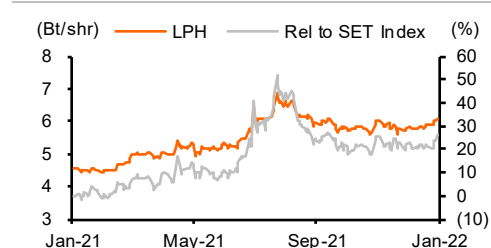
สองปัจจัยหนุนในระยะสั้น

สองปัจจัยหนุนระยะสั้น ได้แก่ 1) LPH มีแผนจะนำ AMARC เข้าตลาดหลักทรัพย์ใน 2Q22 บริษัท มีแผนจะถือหุ้นอย่างน้อย 75% หลังนำหุ้นเข้าตลาด AMARC ดำเนินธุรกิจห้องปฏิบัติการและการวิจัยในด้าน การเกษตรและอาหาร ยา และ ฯลฯ AMARC มีแผนที่ขยายสู่เมืองใหญ่ในไทย และต่อมาในกัมพูชา ลาว เมียนมาร์ และเวียดนาม เราคาดว่ารายได้ของ AMARC อยู่ที่ 210/252/292 ลบ. ในปี 2021-23F หรือ 10-16% ของรายได้รวมของ LPH (เทียบกับ 198/220 ลบ. ในปี 2019-20) และ 2) LPH กำลังเจรจาเข้าซื้อโรงพยาบาลที่ดำเนินการอยู่ 2 แห่งในอยุธยา และขอนแก่นกรุงเทพฯ ซึ่งเรายังไม่รวมในประมาณการของเรา

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	1,801	2,433	2,089	2,105
Net profit	143	510	249	217
Consensus NP	—	307	242	na
Diff frm cons (%)	—	66.0	2.9	na
Norm profit	143	510	249	217
Prev. Norm profit	—	214	186	195
Chg frm prev (%)	—	138.4	33.9	11.6
Norm EPS (Bt)	0.2	0.7	0.3	0.3
Norm EPS grw (%)	29.4	256.8	(51.1)	(12.8)
Norm PE (x)	30.7	8.6	17.6	20.2
EV/EBITDA (x)	14.3	5.7	9.9	11.2
P/BV (x)	3.0	2.5	2.5	2.4
Div yield (%)	2.5	5.8	4.3	3.7
ROE (%)	10.2	31.9	14.1	12.0
Net D/E (%)	4.6	(3.2)	(1.7)	11.1

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 10-Jan-22 (Bt)	6.10
Market Cap (US\$ m)	130.6
Listed Shares (m shares)	720.0
Free Float (%)	49.6
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.3
12M Price H/L (Bt)	6.90/4.44
Sector	Health Care
Major Shareholder	LP Holding Co.Ltd. 33.65%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลเท่านั้นและไม่เป็นข้อแนะนำในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

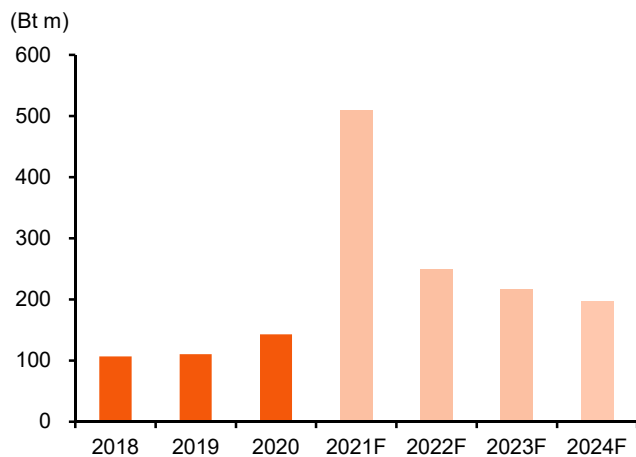


Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Revenue from COVID-related services (Bt m)						
- New			710	166	17	12
- Old			314	112	77	39
- Change (%)			126.3	48.0	(78.0)	(67.7)
Gross profit (%)						
- New	22.6	24.5	37.3	28.0	27.0	24.9
- Old			24.1	24.5	25.0	23.2
- Change (pp)			13.2	3.5	2.0	1.7
Normalized profit (Bt m)						
- New	110	143	510	249	217	198
- Old			214	186	195	170
- Change (%)			138.4	33.9	11.6	16.3

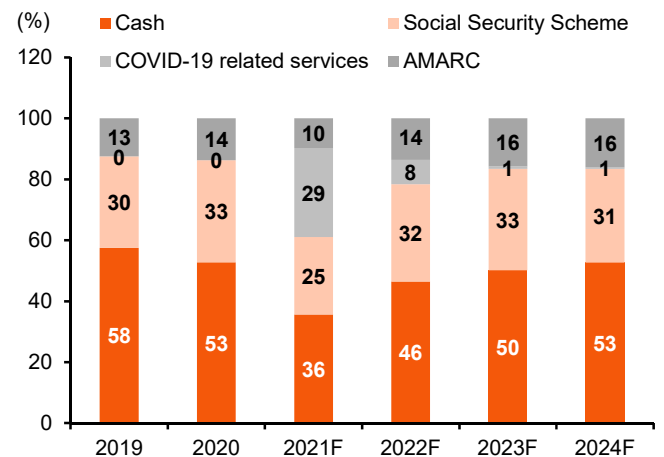
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: 2022-23F Earnings Base To Double From 2019 Level



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: LPH's Revenue Breakdown



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: AMARC's Development



2004

- Established AMARC
- Agriculture and Food Lab
- Pharmaceutical Lab
- Calibration Lab



2007

First ISO/IEC 17025 received



2010

Excellent Agricultural-Testing Laboratory Award from ACFS



2017

- Safe Standard and System for Products and Food from ACFS
- Inspection Body and Certification Body
- First ISO/IEC 17020 received



2018

First ISO/IEC 17065 received



2020

- Agricultural Production Factor and Environment Lab (2020)
- First ISO/IEC 17021-1 received

Source: Company data

Ex 5: 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	424	394	386	429	467	502	536	571	607	644	686	—
Free cash flow	168	(49)	177	331	353	378	403	430	459	489	319	6,124
PV of free cash flow	168	(43)	147	254	254	255	254	254	254	242	147	2,818
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.6											
WACC (%)	6.3											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value	5,002											
Net debt (end-2021F)	(57)											
Minority interest	10											
Equity value	5,050											
# of shares (m)*	720											
Equity value / share (Bt)	7.0											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Share count assumes repurchased shares

Valuation Comparison

Ex 6: 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	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
				(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Ramsay Healthcare	RHC AU	Australia	11,066	19.8	(11.4)	32.7	36.9	3.7	3.7	12.6	12.6	1.7	1.7
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	8,173	20.8	4.3	10.4	10.0	1.3	1.1	8.1	8.5	2.0	1.9
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	1,599	(2.4)	39.8	14.6	10.5	2.0	1.8	10.0	7.7	3.1	4.1
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	9,839	(77.0)	934.8	848.5	82.0	17.3	13.4	66.5	33.2	0.1	0.2
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	2,949	na	na	na	62.2	3.3	3.3	57.4	21.4	0.0	0.0
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	1,092	(55.2)	200.0	81.5	27.2	2.1	2.0	16.0	12.3	0.9	1.8
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	13,989	171.4	7.6	39.1	36.3	2.5	2.3	17.0	16.2	0.8	0.9
Ryman	RYM NZ	New Zealand	4,049	(7.6)	1.5	25.7	25.3	2.4	1.9	30.7	25.9	1.9	1.7
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	1,834	78.3	0.0	32.4	32.4	2.7	2.6	18.0	17.0	2.1	1.8
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	1,476	373.8	(58.6)	8.5	20.6	4.6	4.5	6.1	11.8	6.5	2.7
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	10,729	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	3,190	(20.0)	69.0	111.8	66.1	6.3	6.6	44.8	32.9	2.3	2.3
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	1,171	176.2	(34.9)	16.3	25.0	7.4	7.2	12.5	19.1	4.3	2.8
Ladprao General Hospital *	LPH TB	Thailand	131	256.8	(51.1)	8.6	17.6	2.5	2.5	5.7	9.9	5.8	4.3
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	257	3.9	20.0	41.2	34.3	2.0	2.0	15.5	13.6	1.1	1.3
Rajthanee Hospital *	RJH TB	Thailand	299	164.4	(50.2)	10.2	20.6	5.1	5.2	7.6	13.8	7.1	3.6
Ratchaphruek Hospital *	RPH TB	Thailand	101	13.0	18.2	31.9	27.0	2.4	2.4	16.7	15.0	2.4	2.8
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	953	na	(56.4)	28.3	64.8	3.7	3.8	15.1	22.9	2.4	1.1
Average				70.7	61.7	82.0	35.7	4.2	3.9	21.6	17.7	2.5	2.0

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 10 Jan 2022 closing prices

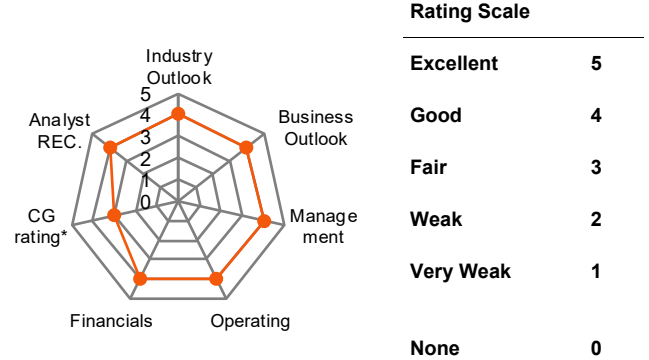
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

ธุรกิจแบ่งออกเป็น 3 กลุ่ม 1) กลุ่มธุรกิจบริการด้านการแพทย์ ดำเนินการผ่าน โรงพยาบาลลาดพร้าว โรงพยาบาลเอกชนที่ให้บริการ 24 ชั่วโมง 2) ธุรกิจให้บริการตรวจวิเคราะห์ ทดสอบ และวิจัย ดำเนินการโดยบริษัท ย่อยคือ ศูนย์ห้องปฏิบัติการและวิจัยทางการแพทย์และการเกษตรแห่งเอเชีย จำกัด (AMARC) 3) ธุรกิจสนับสนุนการให้บริการทางการแพทย์และการพัฒนาธุรกิจดำเนินการโดย บริษัทย่อยคือ บริษัท ศูนย์บริหารจัดการธุรกิจแห่งเอเชีย จำกัด (ABMC) ขอบเขตธุรกิจหลักรวมถึงให้บริการการสนับสนุนงานทางด้านเวชสถิติของโรงพยาบาลฯ โดยว่าจ้างผู้เชี่ยวชาญในการจัดทำ ค่าสถิติการรักษาของผู้ป่วยประกันสังคม ให้บริการสนับสนุนงานด้านกฎหมาย และให้การสนับสนุนงานด้านบริหารจัดการและการพัฒนาธุรกิจให้แก่บริษัทฯ และบริษัทย่อยของบริษัทฯ

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีตำแหน่งทางการตลาดที่แข็งแกร่งในเขตตลาดพร้าว
- LPH ให้บริการในกลุ่มผู้มีรายได้ปานกลาง-ผู้มีรายได้น้อยทั้งผู้ป่วยเงินสดและประกันสังคม

O — Opportunity

- การเพิ่มขึ้นของรายได้ทำให้ประชาชนสามารถจ่ายเพื่อได้รับบริการด้านการดูแลสุขภาพที่มีคุณภาพที่ดีขึ้นในโรงพยาบาลเอกชน
- ประชากรสูงอายุต้องการการรักษาพยาบาลที่มีความซับซ้อนมากขึ้น
- ความต้องการ outsourcing โรงพยาบาลรัฐมากขึ้น
- การแพร่ระบาดของโควิด

W — Weakness

- LPH เป็นโรงพยาบาลเดี่ยว

T — Threat

- การเพิ่มขึ้นของอุปทานในตลาด
- เศรษฐกิจชะลอตัว
- ความเสี่ยงด้านหลักเกณฑ์กฎระเบียบ
- ผลกระทบจากโควิด-19

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	7.10	7.00	-1%
Net profit 21F (Bt m)	307	510	66%
Net profit 22F (Bt m)	242	249	3%
Consensus REC	BUY: 2	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2022F และราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากแผนการขยายตัวใหม่ของ LPH ในช่วง 5 ปีข้างหน้า ทำกำไรได้ช้ากว่าที่เราคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- ถ้าการดำเนินงานในปัจจุบันของ LPH อ่อนแอกว่าที่เราคาด เนื่องจากมีจำนวนผู้ป่วยหรือมีความสามารถในการเพิ่มค่ารักษาพยาบาลที่น้อยกว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากจำนวนคนจดทะเบียน และ adjusted Relative Weight (RW) ภายใต SSS น้อยกว่าคาด อาจจะทำให้มี downside ต่อประมาณการกำไรของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	1,581	1,801	2,433	2,089	2,105
Cost of sales	1,224	1,360	1,524	1,504	1,537
Gross profit	357	441	908	585	567
% gross margin	22.6%	24.5%	37.3%	28.0%	27.0%
Selling & administration expenses	240	283	297	293	309
Operating profit	117	159	611	292	258
% operating margin	7.4%	8.8%	25.1%	14.0%	12.3%
Depreciation & amortization	104	152	144	148	153
EBITDA	220	311	756	440	411
% EBITDA margin	13.9%	17.3%	31.1%	21.1%	19.5%
Non-operating income	12	13	26	23	20
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(9)	(13)	(13)	(4)	(5)
Pre-tax profit	120	159	624	312	273
Income tax	13	18	106	56	49
After-tax profit	108	141	518	256	224
% net margin	6.8%	7.9%	21.3%	12.2%	10.6%
Shares in affiliates' Earnings	3	0	0	0	0
Minority interests	(0)	1	(8)	(7)	(6)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	110	143	510	249	217
Normalized profit	110	143	510	249	217
EPS (Bt)	0.2	0.2	0.7	0.3	0.3
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.2	0.7	0.3	0.3

2022-23F earnings shift
up to a new base

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	362	519	657	533	537
Cash & cash equivalent	68	160	100	50	50
Account receivables	158	195	333	286	288
Inventories	25	30	42	41	42
Others	112	134	182	156	157
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	1,401	1,451	1,396	1,538	1,825
Other assets	159	257	294	249	234
Total assets	1,922	2,227	2,346	2,320	2,596
LIABILITIES:					
Current liabilities:	299	380	362	345	435
Account payables	180	231	292	288	295
Bank overdraft & ST loans	15	18	4	2	26
Current LT debt	81	52	11	5	69
Others current liabilities	23	80	54	50	46
Total LT debt	166	156	27	12	161
Others LT liabilities	84	245	191	161	150
Total liabilities	548	781	579	519	746
Minority interest	3	2	10	16	23
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	375	375	360	360	360
Share premium	923	923	923	923	923
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	6	6	6	6	6
Retained earnings	67	140	469	497	539
Shareholders' equity	1,371	1,444	1,757	1,785	1,828
Liabilities & equity	1,922	2,227	2,346	2,320	2,596

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

Sustainable cash inflow streams

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	120	159	624	312	273
Tax paid	(12)	(15)	(107)	(56)	(49)
Depreciation & amortization	104	152	144	148	153
Chg In working capital	(54)	9	(89)	44	3
Chg In other CA & CL / minorities	41	32	(73)	20	(8)
Cash flow from operations	199	337	500	468	371
Capex	(206)	(182)	(70)	(270)	(420)
Right of use	0	(125)	0	0	0
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	12	167	(110)	(3)	(13)
Cash flow from investments	(194)	(140)	(180)	(273)	(433)
Debt financing	88	(36)	(183)	(24)	236
Capital increase	0	0	(15)	0	0
Dividends paid	(126)	(72)	(181)	(221)	(175)
Warrants & other surplus	(7)	2	0	0	0
Cash flow from financing	(46)	(106)	(380)	(245)	61
Free cash flow	(7)	155	430	198	(49)

VALUATION

Inexpensive valuation, in our view

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	39.8	30.7	8.6	17.6	20.2
Normalized PE - at target price (x)	45.6	35.3	9.9	20.2	23.2
PE (x)	39.7	30.7	8.6	17.6	20.2
PE - at target price (x)	45.6	35.3	9.9	20.2	23.2
EV/EBITDA (x)	20.8	14.3	5.7	9.9	11.2
EV/EBITDA - at target price (x)	23.8	16.4	6.6	11.4	12.8
P/BV (x)	3.2	3.0	2.5	2.5	2.4
P/BV - at target price (x)	3.7	3.5	2.9	2.8	2.8
P/CFO (x)	22.1	13.0	8.8	9.4	11.8
Price/sales (x)	2.8	2.4	1.8	2.1	2.1
Dividend yield (%)	2.0	2.5	5.8	4.3	3.7
FCF Yield (%)	(0.2)	3.5	9.8	4.5	(1.1)
(Bt)					
Normalized EPS	0.2	0.2	0.7	0.3	0.3
EPS	0.2	0.2	0.7	0.3	0.3
DPS	0.1	0.2	0.4	0.3	0.2
BV/share	1.9	2.0	2.4	2.5	2.5
CFO/share	0.3	0.5	0.7	0.6	0.5
FCF/share	(0.0)	0.2	0.6	0.3	(0.1)

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	3.7	13.9	35.1	(14.1)	0.8
Net profit (%)	(29.6)	29.3	256.8	(51.1)	(12.8)
EPS (%)	(29.6)	29.3	256.8	(51.1)	(12.8)
Normalized profit (%)	3.4	29.4	256.8	(51.1)	(12.8)
Normalized EPS (%)	3.4	29.4	256.8	(51.1)	(12.8)
Dividend payout ratio (%)	81.5	75.6	50.0	75.0	75.0
Operating performance					
Gross margin (%)	22.6	24.5	37.3	28.0	27.0
Operating margin (%)	7.4	8.8	25.1	14.0	12.3
EBITDA margin (%)	13.9	17.3	31.1	21.1	19.5
Net margin (%)	6.8	7.9	21.3	12.2	10.6
D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.2	0.0	0.0	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.0	(0.0)	(0.0)	0.1
Interest coverage - EBIT (x)	13.5	12.1	46.0	79.9	49.5
Interest coverage - EBITDA (x)	25.4	23.7	56.9	120.2	78.8
ROA - using norm profit (%)	5.9	6.9	22.3	10.7	8.8
ROE - using norm profit (%)	8.0	10.2	31.9	14.1	12.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	7.8	10.1	32.4	14.4	12.4
- asset turnover (x)	0.8	0.9	1.1	0.9	0.9
- operating margin (%)	8.2	9.6	26.2	15.1	13.2
- leverage (x)	1.4	1.5	1.4	1.3	1.4
- interest burden (%)	93.3	92.4	97.9	98.8	98.1
- tax burden (%)	89.5	89.0	83.0	82.0	82.0
WACC (%)	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
ROIC (%)	7.2	9.0	33.6	14.1	12.1
NOPAT (Bt m)	105	141	507	240	211
invested capital (Bt m)	1,565	1,510	1,700	1,754	2,033

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an “Overweight” sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. “Underweight” is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. “Neutral” is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 108 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2201A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AOT16C2204A, AOT16C2202A, BAM16C2204A, BANP16C2204A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2204A, BBL16C2201A, BBL16C2203A, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BGRI16C2205A, CBG16C2204A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2202A, COM716C2203A, CPAL16C2204A, CPAL16C2203A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2202A, EA16C2201A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C2202A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C2204A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2205A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2201A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MINT16C2204A, MINT16C2203A, MTC16C2204A, MTC16C2202A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2201A, PTT16C2203A, PTTE16C2203A, RBF16C2202A, RS16C2201A, 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 ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีส่วนได้ส่วนเสียกับบริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ทุนธนชาติ 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)

บริษัท ทุนธนชาติ 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 ทุนธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท 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 นิजारณ, 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
สรชดา สรทรง
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, ปิโตรเคมี, กระดาษ
จักร เรืองสินัญญา
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
ภัทรวลดี 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 อรุโณทัย
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 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