HOLD (Unchanged) | **TP: Bt 170.00** (From: Bt 136.00) | **11 MARCH 2022**

Change in Numbers | **Upside : 2.4%**

Bumrungrad Hospital Pcl (BH TB)

เริ่มกลับมาฟื้นตัว



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

BH ฟื้นตัวแข็งแกร่งใน 4Q21 ซึ่งเหนือกว่าที่เราคาดอย่างมาก แต่อย่างไรก็ตาม เรายังคงแนะนำ "ถือ" เนื่องจากปัจจัยหนุนการฟื้นตัวยังไม่กลับมาได้อย่างยั่งยืนทั้งหมด ขณะที่ซื้อขายที่ PE ที่เหมาะสมแล้วที่ 53.9/39.4 เท่า ในปี 2022-23F และมีการแข่งขันที่รุนแรงต่อเนื่อง

เหนือคาดอย่างมาก

BH รายงานกำไรเติบโตก้าวกระโดดเป็น 667 ลบ. ใน 4Q21 เทียบกับ 9M21 ที่ 607 ลบ. ซึ่งคิดเป็น 71% ของกำไรเฉลี่ยรายไตรมาสก่อนเกิดโควิด ในปี 2019 การฟื้นตัวนั้นครอบคลุมผู้ป่วยทุกประเภท และมีรายได้เพิ่มเติมจากบริการโควิด และรายได้จากวัคซีน Moderna ขณะที่รายได้จากผู้ป่วยชาวไทยและชาวต่างชาติในไทยเกินระดับก่อนเกิดโควิด รายได้ผู้ป่วยต่างชาติที่บินเข้ามารักษากลับมา 20% หลังจากที่รัฐบาลเปิดประเทศอีกครั้งในเดือนพ.ย.2021 โครงสร้างรายได้ปี 2019 ผู้ป่วยชาวไทย: ชาวต่างชาติในไทย: และผู้ป่วยต่างชาติที่บินเข้ามา คือ 35:25:40% เราเชื่อว่า BH ได้ส่วนแบ่งตลาดผู้ป่วยชาวไทยและชาวต่างชาติเพิ่มขึ้นใน 4Q21 เนื่องจากผู้ป่วยโรคทั่วไป ต้องการใช้บริการจากโรงพยาบาลที่มีผู้ป่วยโควิดน้อย และ BH ยังเสนอส่วนลดและแพ็คเกจทางการแพทย์จำนวนมาก โรงพยาบาล MedPark ซึ่งเป็นคู่แข่งใหม่ของ BH ให้บริการที่เกี่ยวกับโควิดสูง

จะเกิดอะไรขึ้นต่อไป?

เราเชื่อว่า BH ยังคงสามารถรักษาส่วนแบ่งตลาดได้ในระดับหนึ่งในปีนี้ ด้วยยังคงมีการระบาดของโควิดอย่างต่อเนื่อง ด้วยฐานที่ต่ำมากใน 9M21 เราคาดว่า EPS จะเติบโต 92% ในปี 2022F ปัจจุบันแนวโน้มยังคงดีต่อเนื่องไปยัง 1Q22F จาก 4Q21 แต่เราเห็นว่าความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นในระยะสั้นจากการหยุดชะงักของผู้ป่วยที่บินเข้ามาในช่วงที่มีสงครามรัสเซีย/ยูเครน ส่วนในระยะกลาง ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นเป็นผลบวกต่อ BH เนื่องจากผู้ป่วยที่บินเข้ามาส่วนใหญ่เป็นชาวตะวันออกกลาง โดยใน 4Q21 ผู้ป่วยที่บินเข้ามาส่วนใหญ่มาจากตะวันออกกลาง พม่า และกัมพูชา เราคาดว่า EPS จะเติบโต 37/22% ในปี 2023-24F โดยได้แรงหนุนจากการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งของรายได้ผู้ป่วยต่างชาติที่บินเข้ามา ขณะที่ส่วนแบ่งตลาดในผู้ป่วยไทยจะกลับมาลดลงหลังโควิดจบลง นอกจากนี้ Operating leverage ยังเป็นปัจจัยผลักดันอีกด้วย Exhibit 1 แสดงสมมติฐานของเรา

ความเสี่ยง

เราเห็นความเสี่ยง 3 ประการสำหรับแนวโน้มการฟื้นตัวของ BH 1) ความเสี่ยงในระยะสั้นที่อาจเกิดขึ้นจากสงครามรัสเซีย/ยูเครน ซึ่งอาจขัดขวางแผนการเดินทางบางส่วน 2) แผนของ BH ที่จะลดการให้ส่วนลดค่ารักษาพยาบาล อาจทำให้ส่วนแบ่งตลาดที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นสะดุดลง BH ให้ส่วนลดค่ารักษา 17% ในปี 2021 และ 3) เมื่อโควิดบรรเทาลง ผู้ป่วยไทยบางรายอาจกลับไปใช้บริการโรงพยาบาลประจำพวกเขา หากโรงพยาบาลเหล่านั้นมีผู้ป่วยโควิดลดลง ซึ่งรวมถึงการแข่งขันจากโรงพยาบาลเมดพาร์ค ซึ่งมีอดีตเจ้าหน้าที่ทางการแพทย์ของ BH ทำงานที่นั่นจำนวนมาก

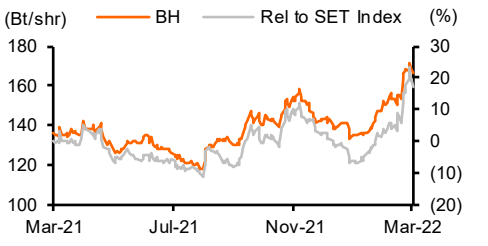
ปรับเพิ่มประมาณการกำไร และคงคำแนะนำ "ถือ"

เนื่องจากผลการดำเนินงาน 4Q21 ที่ดีกว่าคาดอย่างมาก เราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้น 51/38/34% ในปี 2022-24F และปรับราคาเป้าหมายเป็น 170 บาท (จาก 136 บาท) อย่างไรก็ตาม เรายังคงคำแนะนำ "ถือ" เราเชื่อว่าราคาหุ้นของ BH ที่เพิ่มขึ้น 18% YTD และ 42% จากระดับต่ำสุดในปี 2021 ได้สะท้อนการฟื้นตัวของธุรกิจแล้ว โดยหุ้นซื้อขายที่ระดับที่เหมาะสมแล้วที่ 53.9/39.4 เท่า PE ในปี 2022-23F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	12,404	15,053	17,105	18,757
Net profit	1,216	2,446	3,348	4,073
Consensus NP	—	2,617	3,553	4,024
Diff frm cons (%)	—	*(6.5)*	*(5.8)*	*1.2*
Norm profit	1,274	2,446	3,348	4,073
Prev. Norm profit	—	1,622	2,424	3,042
Chg frm prev (%)	—	*50.8*	*38.1*	*33.9*
Norm EPS (Bt)	1.6	3.1	4.2	5.1
Norm EPS grw (%)	6.2	92.0	36.9	21.7
Norm PE (x)	103.5	53.9	39.4	32.4
EV/EBITDA (x)	49.3	32.4	24.7	20.7
P/BV (x)	7.6	7.7	7.5	7.4
Div yield (%)	1.9	1.9	2.5	3.1
ROE (%)	7.1	14.2	19.3	22.9
Net D/E (%)	(33.6)	(32.8)	(33.6)	(38.7)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 11-Mar-22 (Bt)	166.00
Market Cap (US$ m)	3,963.4
Listed Shares (m shares)	794.6
Free Float (%)	49.0
Avg Daily Turnover (US$ m)	9.5
12M Price H/L (Bt)	171.50/117.50
Sector	Health Care
Major Shareholder	Sophonpanich family ~35%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

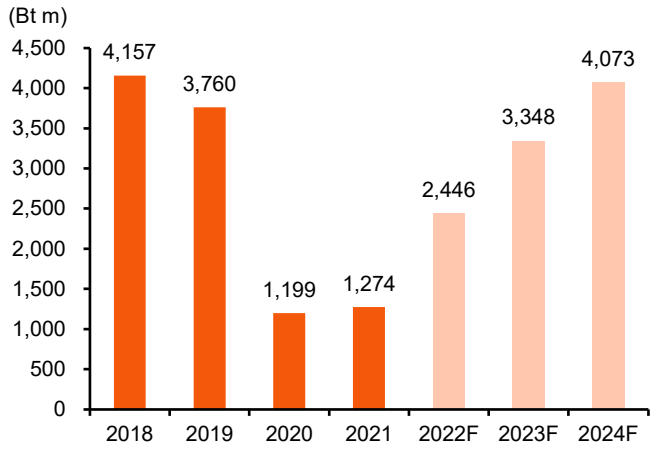
Thanachart Securities

Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Thai patient revenue (Bt m)					
- New	5,924	6,661	6,907	6,928	7,010
- Old			6,903	7,191	7,452
- Change (%)			*0.1*	*(3.7)*	*(5.9)*
International patient revenue (Bt m)					
- New	6,392	5,743	8,146	10,177	11,748
- Old			7,057	8,779	10,332
- Change (%)			*15.4*	*15.9*	*13.7*
Total revenue (Bt m)					
- New	12,315	12,404	15,053	17,105	18,757
- Old			13,960	15,971	17,785
- Change (%)			*7.8*	*7.1*	*5.5*
Average gross margin (%)					
- New	37.7	37.7	41.2	43.7	45.2
- Old			39.8	42.3	43.5
- Change (pp)			*1.4*	*1.5*	*1.7*
SG&A to sales (%)					
- New	27.6	26.6	23.3	21.3	20.0
- Old			27.1	25.3	24.0
- Change (pp)			*(3.8)*	*(3.9)*	*(4.0)*
Normalized profit (Bt m)					
- New	1,199	1,274	2,446	3,348	4,073
- Old			1,622	2,424	3,042
- Change (%)			*50.8*	*38.1*	*33.9*

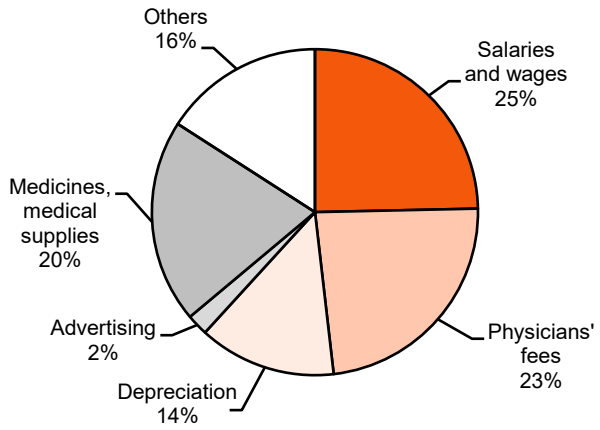
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Strong Earnings Turnaround From Low Base Effect



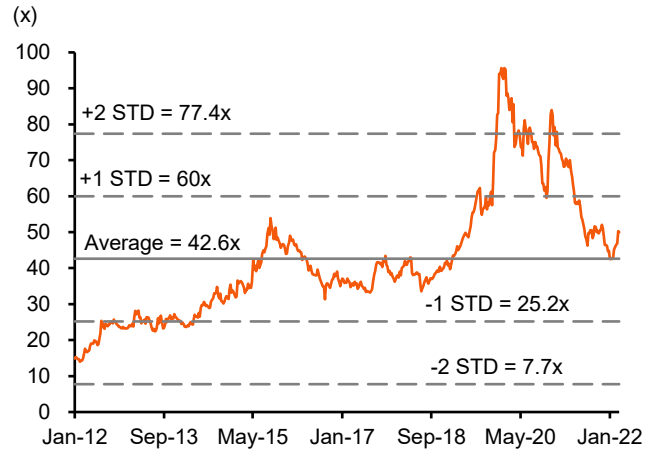
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Cost Breakdown



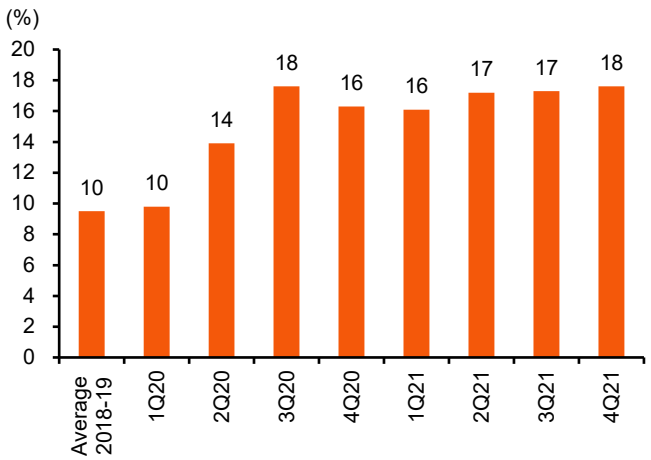
Source: Company data

Ex 4: BH's PE Band



Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 5: BH's Price Discounts



Source: Company data

Ex 6: 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	2033F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	3,866	5,067	6,022	6,673	7,263	7,778	8,248	8,746	9,276	9,839	10,437	11,022	—
Free cash flow	2,160	2,860	4,562	5,246	5,747	6,192	6,586	7,002	7,442	7,910	8,408	8,908	186,053
PV of free cash flow	2,154	2,549	3,837	4,092	4,213	4,266	4,264	4,260	4,255	4,065	4,041	4,006	83,666

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	0.6
WACC (%)	5.9
Terminal growth (%)	2.0
Enterprise value - add investments	129,669
Net debt (end-2021)	(5,912)
Minority interest	332
Equity value	135,249
# of shares (m)	795
Equity value/share (Bt)	**170**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 7: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	Market Cap (US$ m)	EPS growth 22F (%)	EPS growth 23F (%)	PE 22F (x)	PE 23F (x)	P/BV 22F (x)	P/BV 23F (x)	EV/EBITDA 22F (x)	EV/EBITDA 23F (x)	Div yield 22F (%)	Div yield 23F (%)
Ramsay Healthcare	RHC AU	Australia	10,169	(8.9)	50.8	34.5	22.9	3.4	3.1	11.4	9.5	2.1	2.6
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	7,099	27.6	4.1	8.8	8.4	1.0	1.0	7.1	8.8	2.2	3.5
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	1,132	91.7	23.3	7.6	6.2	1.3	1.1	5.7	4.7	5.7	7.9
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	9,127	505.1	27.8	74.8	58.5	12.6	10.6	31.6	27.0	0.2	0.3
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	2,586	na	39.0	52.1	37.4	3.0	2.7	19.6	17.6	0.0	0.0
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	1,025	177.3	24.2	30.0	24.1	1.9	1.8	12.2	10.9	1.7	2.1
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	13,442	(9.4)	14.8	35.0	30.5	2.3	2.2	15.2	14.1	0.9	1.1
Ryman	RYM NZ	New Zealand	3,249	(46.6)	40.3	21.0	15.0	1.4	1.3	22.1	18.1	2.1	2.4
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	1,572	(13.5)	2.6	29.5	28.8	2.2	2.1	14.6	14.0	2.2	2.1
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	1,536	(64.8)	(9.5)	21.2	23.4	4.7	4.3	12.2	13.1	2.6	2.3
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	12,177	2.2	17.9	50.0	42.4	4.4	4.2	28.1	24.6	1.1	1.3
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	3,963	92.0	36.9	53.9	39.4	7.7	7.5	32.4	24.7	1.9	2.5
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	1,223	(62.0)	(14.2)	25.4	29.6	7.2	6.8	19.0	21.4	2.8	2.4
Ladprao General Hospital *	LPH TB	Thailand	125	(46.4)	(12.8)	16.8	19.2	2.3	2.3	9.4	10.7	4.5	3.9
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	279	36.7	17.2	27.2	23.2	2.1	2.0	11.6	10.0	1.7	1.9
Rajthanee Hospital *	RJH TB	Thailand	291	(51.7)	(3.9)	19.8	20.6	5.0	4.7	13.3	13.9	3.7	3.5
Ratchaphruek Hospital *	RPH TB	Thailand	103	(68.9)	12.5	27.2	24.2	2.4	2.3	15.2	13.5	2.8	3.1
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	1,528	(63.9)	(3.1)	103.0	106.3	6.0	5.9	34.4	33.4	0.7	0.7
Average				**29.2**	**14.9**	**35.4**	**31.1**	**3.9**	**3.7**	**17.5**	**16.1**	**2.2**	**2.4**

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 11 Mar 2022 closing prices

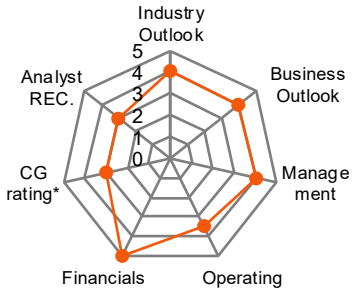
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ จำกัด (มหาชน) (BH) ดำเนินธุรกิจโรงพยาบาลเอกชนในกรุงเทพฯ และปัจจุบันมีจำนวนเตียงทั้งหมด 580 เตียง และมีจำนวนผู้ป่วยนอกมากกว่า 3,000 รายต่อวัน BH เป็นหนึ่งในผู้ให้บริการด้านการดูแลสุขภาพชั้นนำในประเทศไทย และเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ BH กำลังขยายและยกระดับโรงพยาบาลหลักในกรุงเทพฯ เพื่อรองรับความต้องการโรงพยาบาลเอกชนที่เพิ่มขึ้น

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

- มีแบรนด์แข็งแกร่ง ด้วยมีชื่อเสียงระดับนานาชาติ
- มีคุณภาพสูง และการรักษาพยาบาลโรคที่ซับซ้อนด้วยการให้บริการที่ดี
- ฐานผู้ป่วยของโรงพยาบาลเป็นกลุ่มที่มีความสามารถในการจ่ายสูง ซึ่งมีความอ่อนไหวต่อราคาต่ำกว่า

W — Weakness

- มีการให้บริการที่จำกัดด้วยมีโรงพยาบาลเพียงแห่งเดียว

O — Opportunity

- รายได้ที่เพิ่มขึ้นน่าจะทำให้ประชาชนมีความสามารถในการใช้จ่ายสำหรับบริการด้านสุขภาพที่มีคุณภาพที่ดีขึ้นมากขึ้น
- ประชากรสูงอายุต้องการการรักษาพยาบาลที่มีความซับซ้อนมากขึ้น
- การเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงขึ้นจากคู่แข่งในภูมิภาค เช่น สิงคโปร์ มาเลเซีย และอินเดีย
- ความเสี่ยงด้านนโยบายและกฎระเบียบ
- ความเสี่ยงจากการระบาดของโควิด-19

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	168.17	170.00	1%
Net profit 22F (Bt m)	2,617	2,446	-7%
Net profit 23F (Bt m)	3,553	3,348	-6%
Consensus REC	**BUY: 8**	**HOLD: 12**	**SELL: 5**

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- แม้ประมาณการกำไรปี 2022-23F ของเราจะต่ำกว่าของตลาด แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่า เนื่องจากเราสมมติให้ discount rate ลดลง สะท้อนการฟื้นตัวของกำไรที่แข็งแกร่งในระยะสั้น

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากจำนวนผู้ป่วยชาวไทยและชาวต่างชาติสูงหรือต่ำกว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- ถ้าค่ารักษาพยาบาลและอัตรากำไรสูงหรือต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

2022-24F earnings set to turn around from the low base effect

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	12,315	12,404	15,053	17,105	18,757
Cost of sales	7,677	7,731	8,852	9,627	10,276
Gross profit	**4,638**	**4,673**	**6,200**	**7,478**	**8,481**
% gross margin	37.7%	37.7%	41.2%	43.7%	45.2%
Selling & administration expenses	3,394	3,296	3,506	3,645	3,744
Operating profit	**1,244**	**1,377**	**2,694**	**3,833**	**4,737**
% operating margin	10.1%	11.1%	17.9%	22.4%	25.3%
Depreciation & amortization	1,220	1,180	1,202	1,264	1,285
EBITDA	**2,464**	**2,557**	**3,896**	**5,096**	**6,022**
% EBITDA margin	20.0%	20.6%	25.9%	29.8%	32.1%
Non-operating income	252	269	222	246	278
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(128)	(120)	(6)	(8)	(7)
Pre-tax profit	**1,369**	**1,527**	**2,910**	**4,070**	**5,008**
Income tax	150	216	436	692	901
After-tax profit	**1,219**	**1,311**	**2,473**	**3,379**	**4,107**
% net margin	9.9%	10.6%	16.4%	19.8%	21.9%
Shares in affiliates' Earnings	(2)	(12)	(14)	(15)	(16)
Minority interests	(17)	(24)	(14)	(16)	(17)
Extraordinary items	5	(58)	0	0	0
NET PROFIT	**1,204**	**1,216**	**2,446**	**3,348**	**4,073**
Normalized profit	**1,199**	**1,274**	**2,446**	**3,348**	**4,073**
EPS (Bt)	1.5	1.5	3.1	4.2	5.1
Normalized EPS (Bt)	1.5	1.6	3.1	4.2	5.1

No significant new investments planned in 2022-24

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	10,801	8,062	8,605	9,144	10,517
Cash & cash equivalent	8,138	5,936	6,000	6,200	7,300
Account receivables	2,206	1,461	1,856	2,109	2,313
Inventories	309	328	340	369	394
Others	148	338	410	466	511
Investments & loans	76	1	1	1	1
Net fixed assets	11,726	11,532	11,446	11,712	11,027
Other assets	1,619	1,261	1,206	1,151	1,126
Total assets	**24,222**	**20,857**	**21,259**	**22,008**	**22,672**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	4,418	2,284	2,402	2,673	2,814
Account payables	704	805	849	923	985
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	2,497	0	25	18	21
Others current liabilities	1,217	1,479	1,527	1,732	1,808
Total LT debt	**21**	**23**	**227**	**165**	**188**
Others LT liabilities	946	932	1,108	1,242	1,362
Total liabilities	**5,385**	**3,239**	**3,737**	**4,080**	**4,364**
Minority interest	305	332	346	362	379
Preferreds shares	1	1	1	1	1
Paid-up capital	795	795	795	795	795
Share premium	450	450	450	450	450
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	50	94	94	94	94
Retained earnings	**17,236**	**15,947**	**15,837**	**16,227**	**16,590**
Shareholders' equity	18,532	17,286	17,176	17,566	17,929
Liabilities & equity	**24,222**	**20,857**	**21,259**	**22,008**	**22,672**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Strong cash inflow streams, based on our estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	1,369	1,527	2,910	4,070	5,008
Tax paid	(550)	(91)	(483)	(636)	(911)
Depreciation & amortization	1,220	1,180	1,202	1,264	1,285
Chg In w orking capital	397	827	(363)	(209)	(166)
Chg In other CA & CL / minorities	(138)	(62)	9	78	24
Cash flow from operations	**2,298**	**3,381**	**3,275**	**4,567**	**5,240**
Capex	(1,045)	(948)	(1,086)	(1,500)	(600)
Right of use	(124)	(21)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	1,320	74	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(164)	270	202	159	144
Cash flow from investments	**(14)**	**(625)**	**(884)**	**(1,341)**	**(456)**
Debt financing	10	(2,497)	229	(69)	26
Capital increase	230	0	(0)	0	0
Dividends paid	(2,544)	(2,545)	(2,555)	(2,958)	(3,710)
Warrants & other surplus	(332)	84	0	0	0
Cash flow from financing	**(2,636)**	**(4,958)**	**(2,327)**	**(3,026)**	**(3,685)**
Free cash flow	**1,253**	**2,432**	**2,189**	**3,067**	**4,640**

Fair valuation, in our view

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	110.0	103.5	53.9	39.4	32.4
Normalized PE - at target price (x)	112.6	106.0	55.2	40.4	33.2
PE (x)	109.5	108.5	53.9	39.4	32.4
PE - at target price (x)	112.2	111.1	55.2	40.4	33.2
EV/EBITDA (x)	51.3	49.3	32.4	24.7	20.7
EV/EBITDA - at target price (x)	52.5	50.5	33.2	25.3	21.3
P/BV (x)	7.1	7.6	7.7	7.5	7.4
P/BV - at target price (x)	7.3	7.8	7.9	7.7	7.5
P/CFO (x)	57.4	39.0	40.3	28.9	25.2
Price/sales (x)	10.7	10.6	8.8	7.7	7.0
Dividend yield (%)	1.9	1.9	1.9	2.5	3.1
FCF Yield (%)	0.9	1.8	1.7	2.3	3.5
(Bt)					
Normalized EPS	1.5	1.6	3.1	4.2	5.1
EPS	1.5	1.5	3.1	4.2	5.1
DPS	3.2	3.2	3.2	4.2	5.1
BV/share	23.3	21.8	21.6	22.1	22.6
CFO/share	2.9	4.3	4.1	5.7	6.6
FCF/share	1.6	3.1	2.8	3.9	5.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

Reduction of price discounts should support margin

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(33.1)	0.7	21.4	13.6	9.7
Net profit (%)	(67.9)	1.0	101.2	36.9	21.7
EPS (%)	(67.9)	1.0	101.2	36.9	21.7
Normalized profit (%)	(68.1)	6.2	92.0	36.9	21.7
Normalized EPS (%)	(68.2)	6.2	92.0	36.9	21.7
Dividend payout ratio (%)	211.2	209.2	105.0	100.0	100.0
Operating performance					
Gross margin (%)	37.7	37.7	41.2	43.7	45.2
Operating margin (%)	10.1	11.1	17.9	22.4	25.3
EBITDA margin (%)	20.0	20.6	25.9	29.8	32.1
Net margin (%)	9.9	10.6	16.4	19.8	21.9
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.4)
Interest coverage - EBIT (x)	9.7	11.5	468.2	490.8	na
Interest coverage - EBITDA (x)	19.3	21.4	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	4.8	5.7	11.6	15.5	18.2
ROE - using norm profit (%)	6.2	7.1	14.2	19.3	22.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	6.3	7.3	14.4	19.4	23.1
- asset turnover (x)	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8
- operating margin (%)	12.1	13.3	19.4	23.8	26.7
- leverage (x)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.3
- interest burden (%)	91.5	92.7	99.8	99.8	99.9
- tax burden (%)	89.1	85.9	85.0	83.0	82.0
WACC (%)	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
ROIC (%)	7.9	9.2	20.1	27.8	33.6
NOPAT (Bt m)	1,108	1,183	2,290	3,181	3,884
invested capital (Bt m)	12,912	11,374	11,429	11,550	10,838

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 96 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2203A, AMAT16C2206A, AOT16C2204A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2204A, BANP16C2207A, BANP16C2205A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2207A, BCH16C2203A, BEC16C2207A, BEC16C2204A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2207A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CHG16C2207A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CRC16C2204A, DOHO16C2207A, DELT16C2203A, DTAC16C2203A, EA16C2207A, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, GLOB16C2203A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2207A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HANA16C2207A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2203A, IVL16C2206A, JMAR16C2206A, JMAR16C2205A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2206A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MTC16C2204A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2203A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTTE16C2203A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016P2206B, S5016C2203A, S5016C2203B, S5016C2206A, S5016P2203A, S5016P2203B, S5016P2206A, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCC16C2204A, STA16C2203A, STEC16C2204A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TRUE16C2205B, TRUE16C2205A, TRUE16C2203A, TRUE16C2203B, TU16C2204A, WHA16C2204A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CRC, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RCL, RS, SAWAD, SCC, SYNTEC, SET50, STA, STEC, TOP, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาต จากัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จากัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ทุนธนชาต จากัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จากัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมู่ศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอัศวินี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต 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 นิจการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

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

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

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เดินเรือ
พัทธดนย์ บุนนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

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

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

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรัชดา 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, แปล
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒน์หิรัญกุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

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

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

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

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลิภรณ์ 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 จิตกุศล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุเนตร รักษาวัด
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