

**BUY** (Unchanged)  
Change in Numbers

**TP: Bt 29.00** (From: Bt 27.00)  
**Upside : 16.0%**

8 APRIL 2022

# Bangkok Dusit Medical (BDMS TB)

## การฟื้นตัวที่มีคุณภาพมากขึ้น

BDMS เป็น Top sector pick ของเรา เนื่องจากเราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวจากรากฐานที่แข็งแกร่งขึ้นในการจับกลุ่มตลาดหลากหลายมากขึ้นเพื่อรักษาการเติบโตในระยะยาว และความสามารถในการทำกำไรที่สูงขึ้น เราให้มูลค่า BDMS ที่ 29.0 บาท



SIRIPORN ARUNOTHAI

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

### เป็น Top sector pick ของเรา

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มโรงพยาบาล “มูลค่ายังไม่สะท้อนการฟื้นตัว” วันที่ 8 เม.ย.2022 BDMS ยังคงเป็น Top sector pick ของเรา ด้วยมีเรื่องราวการฟื้นตัวจากผู้ป่วยในประเทศในปัจจุบัน จากนั้นเป็นผู้ป่วยต่างชาติ และกลยุทธ์การเติบโตเชิงโครงสร้างในระยะยาว นอกจากนี้เรายังคาดว่ากลยุทธ์การเติบโตจะนำไปสู่กำไรที่มีคุณภาพที่สูงขึ้นอีกด้วย เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรของเราขึ้น 14/11/10% ในปี 2022-24F สะท้อนการฟื้นตัวของธุรกิจที่แข็งแกร่งกว่าคาดตั้งแต่ 4Q21 และการเติบโตในระยะยาวที่แข็งแกร่งขึ้นจากกลยุทธ์ที่แข็งแกร่งขึ้น ซึ่งน่าจะส่งผลให้ ROE ดีขึ้นเป็น 14.6% ในปี 2025F เทียบกับ 12.2% ในปี 2019 เราให้มูลค่า BDMS ที่ 29.0 บาท (จาก 27.0 บาท)

### กลยุทธ์การเติบโตในระยะยาว

กลยุทธ์การเติบโตของ BDMS คือ 1) เพื่อจับกลุ่มตลาดมากขึ้น ผ่านการเจาะบริการประกันสังคมมากขึ้น 2) จัดทำโครงการประกันร่วมมากขึ้น และเพิ่มอัตราการจ่ายประกันเพื่อเพิ่มความสามารถในการจ่ายของผู้ป่วย และความเหนียวแน่นของกลุ่มโรงพยาบาล 3) มีต้นทุนและราคาที่แข่งขันได้เพื่อเพิ่มความสามารถในการจ่ายของผู้ป่วย และลดความเสี่ยงของการสูญเสียส่วนแบ่งตลาดให้แก่คู่แข่งรายใหม่ 4) ดำเนินธุรกิจในแนวตั้งมากขึ้นเพื่อเพิ่มแหล่งรายได้และความสามารถในการแข่งขัน และ 5) เพื่อขยายบริการ digital healthcare เราคาดว่ากลยุทธ์เหล่านี้จะส่งผลให้การเติบโตแข็งแกร่งและยั่งยืนยิ่งขึ้น และทำให้บริษัท มีอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ และ ROE สูงขึ้น

### แนวโน้มฟื้นตัว

เรามองว่า BDMS มีแนวโน้มการเติบโตที่ดี การเติบโตในปีที่ผ่านมาจากการฟื้นตัวของรายได้ผู้ป่วยในประเทศ ซึ่งมากกว่าปี 2019 แล้ว เราคาดว่าผู้ป่วยที่บินเข้ามาจะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งจากปี 2023F เราคาดว่ารายได้ผู้ป่วยชาวต่างชาติจะอยู่ที่ 67/81/95% ของระดับปี 2019 ในปี 2022-24F และกลยุทธ์การเติบโตข้างต้นน่าจะส่งผลต่อเนื่องในระยะยาว เราคาดว่ากำไรของ BDMS จะเติบโต 16/15/22% ในปี 2022-24F

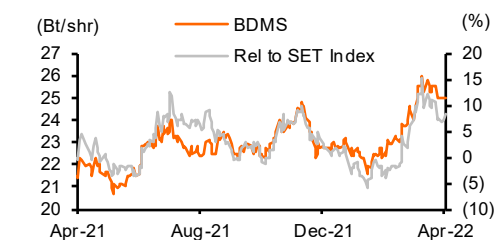
### ปัจจัยหนุน ROE

เราคาดว่า BDMS ไม่เพียงแต่เติบโตเท่านั้น แต่การเติบโตยังมีคุณภาพสูงขึ้นอีกด้วย และเราคาดว่า ROE จะเพิ่มขึ้นเป็น 14.6% ในปี 2025F จาก 10.8% ในปีนี้ และ 12.2% ในปี 2019 ปัจจัยหนุน ROE ที่สำคัญ คือ การใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ที่สูง ซึ่ง BDMS มีแผนที่จะขยายฐานผู้ป่วยไปยังกลุ่มอื่นๆ รวมถึงผู้ป่วยประกันสังคม การฟื้นตัวของผู้ป่วยต่างชาติ ซึ่งโดยปกติจะได้รับการรักษาที่ซับซ้อน และมีค่ารักษาต่อใบเสร็จที่สูง น่าจะช่วยเพิ่มอัตรากำไรได้ เราคาดว่า EBIT Margin จะเพิ่มขึ้นเป็น 10.7/11.6/13.3% ในปี 2022-24F จาก 9.9/7.1/9.9% ในปี 2019-21 BDMS มีแผนที่จะขยายจำนวนเตียงเพียง 8.8% ในช่วงสี่ปีข้างหน้าจาก 8,269 เตียง ในปัจจุบัน

### COMPANY VALUATION

| Y/E Dec (Bt m)    | 2021A  | 2022F  | 2023F  | 2024F  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| Sales             | 71,541 | 76,833 | 82,541 | 90,649 |
| Net profit        | 7,936  | 9,204  | 10,610 | 12,905 |
| Consensus NP      | —      | 9,186  | 10,601 | 12,188 |
| Diff frm cons (%) | —      | 0.2    | 0.1    | 5.9    |
| Norm profit       | 7,936  | 9,204  | 10,610 | 12,905 |
| Prev. Norm profit | —      | 8,110  | 9,563  | 11,760 |
| Chg frm prev (%)  | —      | 13.5   | 10.9   | 9.7    |
| Norm EPS (Bt)     | 0.5    | 0.6    | 0.7    | 0.8    |
| Norm EPS grw (%)  | 31.3   | 16.0   | 15.3   | 21.6   |
| Norm PE (x)       | 50.1   | 43.2   | 37.4   | 30.8   |
| EV/EBITDA (x)     | 28.9   | 26.2   | 23.3   | 19.6   |
| P/BV (x)          | 4.7    | 4.6    | 4.3    | 4.0    |
| Div yield (%)     | 1.8    | 1.3    | 1.5    | 1.9    |
| ROE (%)           | 9.2    | 10.8   | 11.9   | 13.6   |
| Net D/E (%)       | 3.5    | (2.5)  | (10.7) | (19.1) |

### PRICE PERFORMANCE



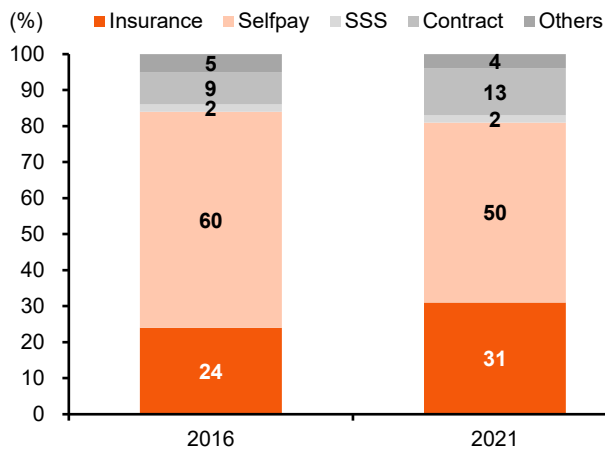
### COMPANY INFORMATION

|                             |                               |
|-----------------------------|-------------------------------|
| Price as of 7-Apr-22 (Bt)   | 25.00                         |
| Market Cap (US\$ m)         | 11,857.9                      |
| Listed Shares (m shares)    | 15,892.0                      |
| Free Float (%)              | 66.0                          |
| Avg Daily Turnover (US\$ m) | 26.8                          |
| 12M Price H/L (Bt)          | 26.00/20.70                   |
| Sector                      | Health Care                   |
| Major Shareholder           | Prasarththongsot Family 17.9% |

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

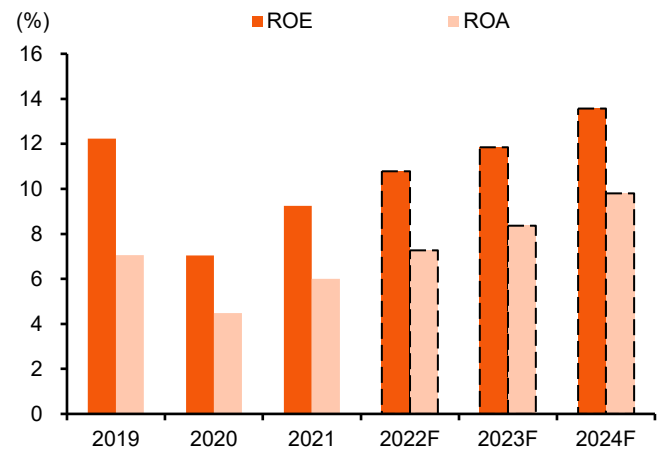
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## Ex 1: Patient Breakdown By Type Of Payment



Source: Company data

## Ex 2: Rising Profitability



Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 3: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

|                                              | 2020A  | 2021A  | 2022F  | 2023F  | 2024F  |
|----------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Foreign patients - IPD (people/year)</b>  |        |        |        |        |        |
| - New                                        | 35,877 | 38,548 | 50,112 | 57,629 | 63,391 |
| - Old                                        |        |        | 36,325 | 49,039 | 61,299 |
| - Change (%)                                 |        |        | 38.0   | 17.5   | 3.4    |
| <b>Revenue from COVID-19 services (Bt m)</b> |        |        |        |        |        |
| - New                                        | -      | 10,184 | 6,086  | 1,304  | 730    |
| - Old                                        |        |        | 5,810  | 1,299  | 754    |
| - Change (%)                                 |        |        | 4.7    | 0.4    | (3.1)  |
| <b>Gross margin (%)</b>                      |        |        |        |        |        |
| - New                                        | 28.8   | 30.9   | 31.1   | 32.0   | 32.8   |
| - Old                                        |        |        | 29.9   | 30.6   | 31.4   |
| - Change (pp)                                |        |        | 1.1    | 1.4    | 1.4    |
| <b>SG&amp;A to sales (%)</b>                 |        |        |        |        |        |
| - New                                        | 21.7   | 21.0   | 20.3   | 20.4   | 19.5   |
| - Old                                        |        |        | 20.8   | 20.8   | 20.4   |
| - Change (pp)                                |        |        | (0.5)  | (0.5)  | (0.9)  |
| <b>Interest expenses (Bt m)</b>              |        |        |        |        |        |
| - New                                        | 871    | 728    | 516    | 316    | 192    |
| - Old                                        |        |        | 614    | 430    | 266    |
| - Change (%)                                 |        |        | (15.9) | (26.5) | (28.0) |
| <b>Normalized profit (Bt m)</b>              |        |        |        |        |        |
| - New                                        | 6,045  | 7,936  | 9,204  | 10,610 | 12,905 |
| - Old                                        |        |        | 8,110  | 9,563  | 11,760 |
| - Change (%)                                 |        |        | 13.5   | 10.9   | 9.7    |

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2022F

| (Bt m)                               |         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        | Terminal |
|--------------------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|
|                                      | 2022F   | 2023F  | 2024F  | 2025F  | 2026F  | 2027F  | 2028F  | 2029F  | 2030F  | 2031F  | 2032F  | 2033F  | Value    |
| EBITDA excl. depre from right of use | 14,640  | 16,215 | 18,882 | 21,104 | 22,908 | 24,528 | 26,147 | 27,749 | 29,451 | 31,259 | 33,179 | 35,221 | —        |
| Free cash flow                       | 13,431  | 13,790 | 16,172 | 17,890 | 19,689 | 21,227 | 22,881 | 24,544 | 26,300 | 28,163 | 30,139 | 32,237 | 673,801  |
| PV of free cash flow                 | 13,394  | 12,293 | 13,609 | 13,959 | 14,438 | 14,630 | 14,819 | 14,939 | 15,046 | 14,475 | 14,491 | 14,502 | 303,121  |
| Risk-free rate (%)                   | 2.5     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |          |
| Market risk premium (%)              | 8.0     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |          |
| Beta                                 | 0.6     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |          |
| WACC (%)                             | 5.9     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |          |
| Terminal growth (%)                  | 2.0     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |          |
| Enterprise value -                   | 473,717 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |          |
| add investments                      |         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |          |
| Net debt (end-2021)                  | 3,031   |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |          |
| Minority interest                    | 3,920   |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |          |
| Equity value                         | 466,766 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |          |
| # of shares (m)                      | 15,892  |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |          |
| Equity value/share (Bt)              | 29.00   |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |          |

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด (มหาชน) ก่อตั้งเมื่อปี 1969 และเปิดดำเนินงานโรงพยาบาลเอกชนเป็นครั้งแรกในนาม “โรงพยาบาลกรุงเทพ” ในปี 1972 ปัจจุบัน BDMS เป็นผู้ประกอบการโรงพยาบาลเอกชนรายใหญ่ที่สุดในประเทศไทยในแง่ของรายได้ผู้ป่วย และมูลค่าตามราคาตลาด โดยบริษัท เน้นเจาะตลาดในกรุงเทพฯ และตลาดที่มีอัตราการเติบโตสูงทั่วประเทศ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เนื่องจาก BDMS ดำเนินงานบริหารโรงพยาบาล 51 แห่ง ทั่วประเทศ (รวมทั้งกลุ่มพญาไท และเปาโล) และสองโรงพยาบาลในกัมพูชา จึงมีการกระจายความเสี่ยงของรายได้
- งบดุลค่อนข้างแข็งแกร่ง และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสุทธิที่ต่ำจะเพิ่มความสามารถในการขยายธุรกิจ และเข้าซื้อกิจการ

O — Opportunity

- รายได้ที่เพิ่มขึ้นทำให้ประชาชนสามารถจ่ายใช้สอยมากขึ้นเพื่อให้ได้รับการบริการด้านสุขภาพที่มีคุณภาพดีขึ้นจากโรงพยาบาลเอกชน
- ประชากรสูงอายุต้องการการรักษาพยาบาลที่มีความซับซ้อนมากขึ้น
- ประเทศไทยเป็นประเทศที่มีอัตราการรักษาพยาบาลที่ต่ำและมีคุณภาพการรักษาพยาบาลที่สูงสำหรับการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์

CONSENSUS COMPARISON

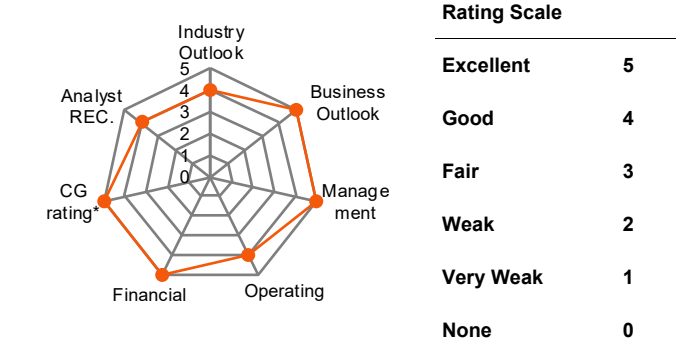
|                       | Consensus | Thanachart | Diff    |
|-----------------------|-----------|------------|---------|
| Target price (Bt)     | 27.70     | 29.00      | 5%      |
| Net profit 22F (Bt m) | 9,186     | 9,204      | 0%      |
| Net profit 23F (Bt m) | 10,601    | 10,610     | 0%      |
| Consensus REC         | BUY: 23   | HOLD: 5    | SELL: 0 |

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาดเล็กน้อย เนื่องจากเรามุ่งมองที่เป็นบวกมากกว่าต่อการเติบโตในระยะยาวของ BDMS

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



W — Weakness

- เนื่องจากค่าเสื่อมราคามีสัดส่วนราว 9.5% ของรายได้ในปี 2021 กำไรของ BDMS จึงมีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของรายได้ และสถานะเศรษฐกิจ

T — Threat

- การแข่งขันเพิ่มขึ้นจากคู่แข่งในภูมิภาค อย่างเช่นโรงพยาบาลในประเทศสิงคโปร์
- การชะลอตัวของเศรษฐกิจ
- ความเสี่ยงด้านการเมือง และนโยบายของภาครัฐ
- ภัยธรรมชาติ และการระบาดของโรค

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ผลประกอบการของโรงพยาบาลใหม่อาจให้ผลตอบแทนต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ หากมีการแข่งขันที่มากขึ้นระหว่างโรงพยาบาลเอกชนเดิมที่อยู่ในอุตสาหกรรมหรือผู้ประกอบการรายใหม่
- จำนวนผู้ป่วยชาวไทยและต่างชาติต่ำกว่าที่เราคาดไว้
- หาก BDMS Wellness Clinic ใช้เวลาในการกลับมามีกำไรช้ากว่าที่เราคาด
- หาก Adjusted Relative Weight (RW) ภายใต้โครงการประกันสังคมลดลงจะส่งผลกระทบต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

Non-COVID cash patients  
rebound in 2022-24F amid  
COVID services decline

| FY ending Dec (Bt m)              | 2020A         | 2021A         | 2022F         | 2023F         | 2024F         |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Sales                             | 65,166        | 71,541        | 76,833        | 82,541        | 90,649        |
| Cost of sales                     | 46,371        | 49,462        | 52,963        | 56,113        | 60,916        |
| <b>Gross profit</b>               | <b>18,795</b> | <b>22,079</b> | <b>23,871</b> | <b>26,428</b> | <b>29,733</b> |
| % gross margin                    | 28.8%         | 30.9%         | 31.1%         | 32.0%         | 32.8%         |
| Selling & administration expenses | 14,161        | 15,029        | 15,617        | 16,824        | 17,687        |
| <b>Operating profit</b>           | <b>4,634</b>  | <b>7,051</b>  | <b>8,254</b>  | <b>9,604</b>  | <b>12,046</b> |
| % operating margin                | 7.1%          | 9.9%          | 10.7%         | 11.6%         | 13.3%         |
| Depreciation & amortization       | 6,909         | 6,793         | 6,800         | 7,019         | 7,231         |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>11,543</b> | <b>13,844</b> | <b>15,054</b> | <b>16,623</b> | <b>19,278</b> |
| % EBITDA margin                   | 17.7%         | 19.4%         | 19.6%         | 20.1%         | 21.3%         |
| Non-operating income              | 3,935         | 4,250         | 4,303         | 4,651         | 5,011         |
| Non-operating expenses            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Interest expense                  | (871)         | (728)         | (516)         | (316)         | (192)         |
| <b>Pre-tax profit</b>             | <b>7,699</b>  | <b>10,573</b> | <b>12,041</b> | <b>13,939</b> | <b>16,865</b> |
| Income tax                        | 1,491         | 2,103         | 2,348         | 2,718         | 3,289         |
| <b>After-tax profit</b>           | <b>6,207</b>  | <b>8,469</b>  | <b>9,693</b>  | <b>11,221</b> | <b>13,576</b> |
| % net margin                      | 9.5%          | 11.8%         | 12.6%         | 13.6%         | 15.0%         |
| Shares in affiliates' Earnings    | 273           | 21            | 24            | 28            | 31            |
| Minority interests                | (435)         | (554)         | (513)         | (640)         | (702)         |
| Extraordinary items               | 1,169         | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>NET PROFIT</b>                 | <b>7,214</b>  | <b>7,936</b>  | <b>9,204</b>  | <b>10,610</b> | <b>12,905</b> |
| <b>Normalized profit</b>          | <b>6,045</b>  | <b>7,936</b>  | <b>9,204</b>  | <b>10,610</b> | <b>12,905</b> |
| EPS (Bt)                          | 0.5           | 0.5           | 0.6           | 0.7           | 0.8           |
| Normalized EPS (Bt)               | 0.4           | 0.5           | 0.6           | 0.7           | 0.8           |

## BALANCE SHEET

Already passed its peak  
capex cycle

| FY ending Dec (Bt m)            | 2020A          | 2021A          | 2022F          | 2023F          | 2024F          |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>ASSETS:</b>                  |                |                |                |                |                |
| Current assets:                 | 30,013         | 24,401         | 20,599         | 25,998         | 32,667         |
| Cash & cash equivalent          | 20,939         | 12,641         | 9,708          | 14,708         | 20,708         |
| Account receivables             | 7,192          | 9,131          | 8,210          | 8,593          | 9,189          |
| Inventories                     | 1,855          | 2,005          | 2,031          | 1,999          | 2,003          |
| Others                          | 27             | 624            | 650            | 698            | 767            |
| Investments & loans             | 1,542          | 1,600          | 1,600          | 1,600          | 1,600          |
| Net fixed assets                | 81,313         | 79,689         | 78,303         | 76,692         | 74,856         |
| Other assets                    | 23,182         | 22,763         | 24,121         | 24,655         | 25,220         |
| <b>Total assets</b>             | <b>136,050</b> | <b>128,454</b> | <b>124,623</b> | <b>128,944</b> | <b>134,342</b> |
| <b>LIABILITIES:</b>             |                |                |                |                |                |
| Current liabilities:            | 11,220         | 15,862         | 13,218         | 14,169         | 15,255         |
| Account payables                | 4,450          | 5,035          | 5,391          | 5,712          | 6,200          |
| Bank overdraft & ST loans       | 90             | 76             | 0              | 0              | 0              |
| Current LT debt                 | 107            | 3,100          | 37             | 22             | 4              |
| Others current liabilities      | 6,573          | 7,651          | 7,790          | 8,436          | 9,051          |
| <b>Total LT debt</b>            | <b>20,594</b>  | <b>12,496</b>  | <b>7,375</b>   | <b>4,290</b>   | <b>800</b>     |
| Others LT liabilities           | 12,773         | 12,331         | 12,655         | 13,310         | 14,293         |
| <b>Total liabilities</b>        | <b>44,588</b>  | <b>40,689</b>  | <b>33,248</b>  | <b>31,769</b>  | <b>30,348</b>  |
| Minority interest               | 3,553          | 3,920          | 4,433          | 5,072          | 5,775          |
| Preferreds shares               | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Paid-up capital                 | 1,589          | 1,589          | 1,589          | 1,589          | 1,589          |
| Share premium                   | 30,166         | 30,166         | 30,166         | 30,166         | 30,166         |
| Warrants                        | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Surplus                         | 8,880          | 9,141          | 9,141          | 9,141          | 9,141          |
| <b>Retained earnings</b>        | <b>47,275</b>  | <b>42,949</b>  | <b>46,046</b>  | <b>51,207</b>  | <b>57,323</b>  |
| Shareholders' equity            | 87,910         | 83,845         | 86,942         | 92,103         | 98,219         |
| <b>Liabilities &amp; equity</b> | <b>136,050</b> | <b>128,454</b> | <b>124,623</b> | <b>128,944</b> | <b>134,342</b> |

Sources: Company data, Thanachart estimates

## CASH FLOW STATEMENT

*Strong cash flow, on our estimates*

| FY ending Dec (Bt m)              | 2020A          | 2021A           | 2022F           | 2023F          | 2024F           |
|-----------------------------------|----------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|
| Earnings before tax               | 7,699          | 10,573          | 12,041          | 13,939         | 16,865          |
| Tax paid                          | (800)          | (2,803)         | (1,808)         | (2,853)        | (3,013)         |
| Depreciation & amortization       | 6,909          | 6,793           | 6,800           | 7,019          | 7,231           |
| Chg In working capital            | 106            | (1,504)         | 1,251           | (30)           | (111)           |
| Chg In other CA & CL / minorities | (2,060)        | 1,033           | (421)           | 761            | 302             |
| <b>Cash flow from operations</b>  | <b>11,854</b>  | <b>14,092</b>   | <b>17,862</b>   | <b>18,835</b>  | <b>21,274</b>   |
| Capex                             | (9,286)        | (4,697)         | (5,000)         | (5,000)        | (5,000)         |
| Right of use                      | (3,811)        | (19)            | (300)           | (300)          | (300)           |
| ST loans & investments            | 0              | (19)            | 19              | 0              | 0               |
| LT loans & investments            | 16,462         | (58)            | 0               | 0              | 0               |
| Adj for asset revaluation         | 2,705          | 262             | 0               | 0              | 0               |
| Chg In other assets & liabilities | 6,880          | (477)           | (1,148)         | 13             | 323             |
| <b>Cash flow from investments</b> | <b>12,951</b>  | <b>(5,008)</b>  | <b>(6,429)</b>  | <b>(5,287)</b> | <b>(4,977)</b>  |
| Debt financing                    | (3,638)        | (5,119)         | (8,261)         | (3,100)        | (3,508)         |
| Capital increase                  | 0              | 0               | 0               | 0              | 0               |
| Dividends paid                    | (4,741)        | (12,738)        | (6,107)         | (5,449)        | (6,789)         |
| Warrants & other surplus          | (1,082)        | 475             | 0               | 0              | 0               |
| <b>Cash flow from financing</b>   | <b>(9,461)</b> | <b>(17,381)</b> | <b>(14,367)</b> | <b>(8,549)</b> | <b>(10,297)</b> |
| <b>Free cash flow</b>             | <b>2,567</b>   | <b>9,394</b>    | <b>12,862</b>   | <b>13,835</b>  | <b>16,274</b>   |

## VALUATION

*Inexpensive valuation, our view*

| FY ending Dec                       | 2020A | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Normalized PE (x)                   | 65.7  | 50.1  | 43.2  | 37.4  | 30.8  |
| Normalized PE - at target price (x) | 76.2  | 58.1  | 50.1  | 43.4  | 35.7  |
| PE (x)                              | 55.1  | 50.1  | 43.2  | 37.4  | 30.8  |
| PE - at target price (x)            | 63.9  | 58.1  | 50.1  | 43.4  | 35.7  |
| EV/EBITDA (x)                       | 34.4  | 28.9  | 26.2  | 23.3  | 19.6  |
| EV/EBITDA - at target price (x)     | 39.9  | 33.5  | 30.5  | 27.1  | 22.9  |
| P/BV (x)                            | 4.5   | 4.7   | 4.6   | 4.3   | 4.0   |
| P/BV - at target price (x)          | 5.2   | 5.5   | 5.3   | 5.0   | 4.7   |
| P/CFO (x)                           | 33.5  | 28.2  | 22.2  | 21.1  | 18.7  |
| Price/sales (x)                     | 6.1   | 5.6   | 5.2   | 4.8   | 4.4   |
| Dividend yield (%)                  | 2.2   | 1.8   | 1.3   | 1.5   | 1.9   |
| FCF Yield (%)                       | 0.6   | 2.4   | 3.2   | 3.5   | 4.1   |
| <b>(Bt)</b>                         |       |       |       |       |       |
| Normalized EPS                      | 0.4   | 0.5   | 0.6   | 0.7   | 0.8   |
| EPS                                 | 0.5   | 0.5   | 0.6   | 0.7   | 0.8   |
| DPS                                 | 0.6   | 0.5   | 0.3   | 0.4   | 0.5   |
| BV/share                            | 5.5   | 5.3   | 5.5   | 5.8   | 6.2   |
| CFO/share                           | 0.7   | 0.9   | 1.1   | 1.2   | 1.3   |
| FCF/share                           | 0.2   | 0.6   | 0.8   | 0.9   | 1.0   |

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

Earnings are on an  
uptrend, with or without  
COVID services

| FY ending Dec                    | 2020A  | 2021A  | 2022F  | 2023F  | 2024F  |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Growth Rate</b>               |        |        |        |        |        |
| Sales (%)                        | (18.2) | 9.8    | 7.4    | 7.4    | 9.8    |
| Net profit (%)                   | (53.5) | 10.0   | 16.0   | 15.3   | 21.6   |
| EPS (%)                          | (53.8) | 10.0   | 16.0   | 15.3   | 21.6   |
| Normalized profit (%)            | (35.8) | 31.3   | 16.0   | 15.3   | 21.6   |
| Normalized EPS (%)               | (36.3) | 31.3   | 16.0   | 15.3   | 21.6   |
| Dividend payout ratio (%)        | 121.2  | 90.1   | 55.0   | 55.0   | 60.0   |
| <b>Operating performance</b>     |        |        |        |        |        |
| Gross margin (%)                 | 28.8   | 30.9   | 31.1   | 32.0   | 32.8   |
| Operating margin (%)             | 7.1    | 9.9    | 10.7   | 11.6   | 13.3   |
| EBITDA margin (%)                | 17.7   | 19.4   | 19.6   | 20.1   | 21.3   |
| Net margin (%)                   | 9.5    | 11.8   | 12.6   | 13.6   | 15.0   |
| D/E (incl. minor) (x)            | 0.2    | 0.2    | 0.1    | 0.0    | 0.0    |
| Net D/E (incl. minor) (x)        | (0.0)  | 0.0    | (0.0)  | (0.1)  | (0.2)  |
| Interest coverage - EBIT (x)     | 5.3    | 9.7    | 16.0   | 30.4   | 62.8   |
| Interest coverage - EBITDA (x)   | 13.3   | 19.0   | 29.2   | 52.6   | 100.5  |
| ROA - using norm profit (%)      | 4.5    | 6.0    | 7.3    | 8.4    | 9.8    |
| ROE - using norm profit (%)      | 7.0    | 9.2    | 10.8   | 11.9   | 13.6   |
| <b>DuPont</b>                    |        |        |        |        |        |
| ROE - using after tax profit (%) | 7.2    | 9.9    | 11.4   | 12.5   | 14.3   |
| - asset turnover (x)             | 0.5    | 0.5    | 0.6    | 0.7    | 0.7    |
| - operating margin (%)           | 13.2   | 15.8   | 16.3   | 17.3   | 18.8   |
| - leverage (x)                   | 1.6    | 1.5    | 1.5    | 1.4    | 1.4    |
| - interest burden (%)            | 89.8   | 93.6   | 95.9   | 97.8   | 98.9   |
| - tax burden (%)                 | 80.6   | 80.1   | 80.5   | 80.5   | 80.5   |
| WACC (%)                         | 5.9    | 5.9    | 5.9    | 5.9    | 5.9    |
| ROIC (%)                         | 3.6    | 6.4    | 7.6    | 9.1    | 11.9   |
| NOPAT (Bt m)                     | 3,737  | 5,648  | 6,644  | 7,731  | 9,697  |
| invested capital (Bt m)          | 87,762 | 86,876 | 84,647 | 81,707 | 78,316 |

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 78 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A , AOT16C2204A , AOT16C2206A , AWC16C2207A , BAM16C2204A , BAM16C2206A , BAM16C2207A , BAM16C2207A , BANP16C2204A , BANP16C2205A , BANP16C2207A , BBL16C2204A , BCH16C2207A , BEC16C2204A , BEC16C2207A , BGRI16C2205A , BLA16C2208A , BLA16C2205A , CBG16C2204A , CBG16C2205A , CBG16C2207A , CHG16C2207A , COM716C2208A , COM716C2205A , CPAL16C2204A , CPF16C2205A , CRC16C2204A , DOHO16C2207A , EA16C2205A , EA16C2206A , EA16C2207A , GPSC16C2205A , GPSC16C2206A , GPSC16C2207A , GULF16C2205A , GULF16C2207A , GUNK16C2205A , GUNK16C2206A , GUNK16C2207A , HANA16C2204A , HANA16C2205A , HANA16C2207A , INTU16C2205A , IRPC16C2205A , IVL16C2206A , JMAR16C2205A , JMAR16C2206A , JMT16C2205A , JMT16C2207A , KBAN16C2208A , KBAN16C2204A , KBAN16C2206A , KCE16C2208A , KCE16C2204A , KCE16C2205A , KCE16C2205B , MEGA16C2207A , MINT16C2204A , MINT16C2207A , MTC16C2204A , OR16C2205A , PTT16C2205A , PTTG16C2207A , RCL16C2205A , RS16C2205A , RS016C2206A , RS016P2206A , RS016P2206B , SAWA16C2204A , SAWA16C2205A , SCC16C2204A , STEC16C2204A , SYNE16C2206A , TOP16C2206A , TRUE16C2205A , TRUE16C2205B , TTA16C2207A , TU16C2204A , WHA16C2204A (underlying securities are AMATA , AOT , AWC , BAM , BANPU , BBL , BCH , BEC , BGRIM , BLA , CBG , CHG , COM7 , CPALL , CPF , CRC , DOHOME , EA , GPSC , GULF , GUNKUL , HANA , INTUCH , IRPC , IVL , JMART , JMT , KBANK , KCE , MEGA , MINT , MTC , OR , PTT , PTTGC , RCL , RS , SAWAD , SCC , SET50 , STEC , SYNEX , TOP , TRUE , TTA , TU , WHA) . และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาต จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาต 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)

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมการร่วมกันได้แก่นางอัครวิณี ไตรลั่นคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

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

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

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน  
สรชดา สรทรง  
Tel: 662-779-9106  
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

พลังงาน , ปิโตรเคมี  
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ  
Tel: 662-779-9110  
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

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

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

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

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

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

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

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

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

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

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเท่ง  
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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน  
นลินกรณ คลังเปรมจิตต์  
Tel: 662-779-9107  
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

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

สุนทร รักษาวัต  
Tel: 662-779-9117  
sunset.rak@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล  
Tel: 662-779-9118  
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

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

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์  
Tel: 662-779-9114  
varathip.run@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