

BUY (Unchanged)
Change in Numbers

TP: Bt 4.60
Upside : 16.8%

(From: Bt 4.40)
8 APRIL 2022

Small Cap Research

Chularat Hospital Pcl (CHG TB)

การเติบโตต่อเนื่อง

CHG เป็นโรงพยาบาลเดียวในกลุ่มฯ ที่มีกำไรจากการให้บริการโรคทั่วไปที่ไม่เกี่ยวกับโควิดที่เติบโตต่อเนื่องตลอดช่วงวิกฤตโควิด บริษัทฯ มีกลยุทธ์การเติบโตที่ชัดเจนพร้อมการดำเนินการที่ดี เราเห็นปัจจัยหนุนการเติบโตอย่างต่อเนื่อง คงคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมาย 4.60 บาท



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

ปัจจัยพื้นฐานที่ดีต่อเนื่อง

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มโรงพยาบาล “มูลค่ายังไม่สะท้อนการฟื้นตัว” วันที่ 8 เม.ย.2022 เราให้คำแนะนำ “ซื้อ” CHG และหุ้นที่เราชอบที่สุดเป็นอันดับ 2 รอง BDMS (“ซื้อ”) เราชอบ CHG จากการมีกำไรจากการให้บริการโรคทั่วไปที่ไม่เกี่ยวกับโควิด (non-COVID) ที่เติบโตต่อเนื่องที่สุดในกลุ่มฯ ซึ่งแสดงถึงการดำเนินการตามกลยุทธ์การเติบโตที่ดี และเราคาดว่ากำไรปี 2023F จะเพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าของปี 2019 CHG ยังปรับตัวได้อย่างรวดเร็วเพื่อได้ประโยชน์อย่างมากจากวิกฤติโควิด เราปรับกำไรขึ้น 9/3/3% ในปี 2022-24F และปรับราคาเป้าหมายเป็น 4.60 บาท (จาก 4.40 บาท) สะท้อนรายได้ประกันสังคมที่แข็งแกร่ง รายได้ผู้ป่วยต่างชาติที่ฟื้นตัว และอัตราส่วน SG&A/Sales ที่ต่ำกว่าค่า Exhibit 2 แสดงการเติบโตอย่างต่อเนื่องของกำไรจาก non-COVID การปรับลดกำไรของเราในปี 2022-23F เป็นผลมาจากประโยชน์จากโควิดที่ลดลง เราคาดว่ากำไรจาก non-COVID จะเติบโต 15/8/10% ในปี 2022-24F การเติบโตที่ช้าลงในปี 2023-24F เป็นเพราะการขาดทุนจากโรงพยาบาลใหม่

ปัจจัยหลักผลักดันการเติบโต

ปัจจัยหลักผลักดันการเติบโตในระยะยาวที่สำคัญของ CHG ได้แก่ การขยายกำลังการผลิต การเพิ่มบริการรักษาระดับตติยภูมิเพื่อเพิ่มรายได้จากการส่งต่อผู้ป่วยจากโครงการรักษาพยาบาลของภาครัฐ (managed care) ที่ให้อัตรากำไรสูง และเพิ่มรายได้ผู้ป่วยเงินสดที่เป็นโรคซับซ้อน และการขยายบริการบริหารจัดการศูนย์เฉพาะทาง ปัจจุบัน CHG มีบริการรักษาระดับตติยภูมิ ผ่านศูนย์หัวใจ โรคหลอดเลือดสมอง และมะเร็ง ปัจจุบัน CHG เป็นผู้ให้บริการรักษาโรคหัวใจใหญ่แล้ว ขณะที่ยังเห็นช่องว่างที่อีกมากสำหรับการเติบโตของบริการโรคหลอดเลือดสมองและมะเร็ง โดย Exhibit 4 แสดงสัดส่วนรายได้ (ไม่รวมโควิด) ที่เป็นผู้ป่วยเงินสด และการรักษาพยาบาลโครงการของภาครัฐ

ขยายขีดความสามารถในการให้บริการ

CHG เป็นเครือข่ายโรงพยาบาลระดับกลางรายได้ตั้งอยู่ทางตะวันออกของกรุงเทพฯ โดยพุ่งเป้าไปที่พื้นที่ในเขตพัฒนาพิเศษภาคตะวันออก (EEC) CHG ได้ขยายเครือข่ายโรงพยาบาล โดยมีเตียง 749 เตียงใน 9 โรงพยาบาล เทียบกับช่วงจดทะเบียนเข้าตลาดฯ ในปี 2012 ซึ่งมี 341 เตียง ใน 5 โรงพยาบาล ปัจจุบัน CHG มีแผนเพิ่มเตียงอีก 522 เตียงภายในปี 2026F และมีแผนเพิ่มอีกต่อเนื่อง ศูนย์มะเร็งขนาด 50 เตียง “โรงพยาบาลชีวรัตน์” และโรงพยาบาลจุฬารัตน์แม่สอดอินเตอร์เนชั่นแนล 100 เตียง มีกำหนดเปิดให้บริการในปี 2022-23 CHG ยังมีแผนที่จะขยายโรงพยาบาลจุฬารัตน์ 304 (304) และโรงพยาบาลรวมแพทยะเชิงเทรา (RPC) จาก 59 เตียง เป็นแห่งละ 120 เตียงในปีหน้าด้วย เราคาดว่าจะมีผลขาดทุนจาก 2 โครงการใหม่ในช่วงสองสามปีแรกของการดำเนินงาน

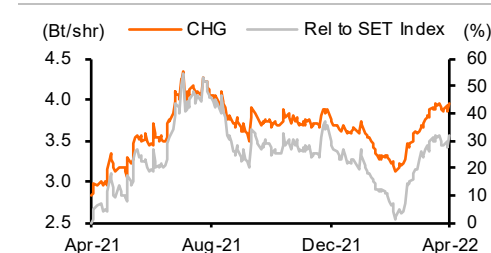
เรามองว่าการซื้อขายที่ PE ที่สูงนั้นเหมาะสม

เราเชื่อว่า CHG ไม่แพงที่ 33.5/30.9 เท่า non-COVID PE ในปี 2022-23F (Exhibit 3) เทียบกับค่าเฉลี่ยก่อนเกิดโควิด 5 ปีที่ 41.3 เท่า เราเชื่อว่า CHG สมควรซื้อขายที่ PE ที่สูง เนื่องจากเส้นทางเติบโตที่สม่ำเสมอและมีแนวโน้มการเติบโตต่อเนื่อง

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	11,742	8,251	7,751	8,433
Net profit	4,204	1,747	1,419	1,557
Consensus NP	—	1,790	1,420	1,576
Diff frm cons (%)	—	(2.4)	(0.0)	(1.2)
Norm profit	4,204	1,747	1,419	1,557
Prev. Norm profit	—	1,599	1,373	1,519
Chg frm prev (%)	—	9.2	3.4	2.5
Norm EPS (Bt)	0.4	0.2	0.1	0.1
Norm EPS grw (%)	379.6	(58.4)	(18.8)	9.7
Norm PE (x)	10.3	24.8	30.5	27.8
EV/EBITDA (x)	7.6	17.5	20.6	18.0
P/BV (x)	5.7	5.7	5.5	5.1
Div yield (%)	5.1	2.8	2.3	2.5
ROE (%)	72.5	23.0	18.3	19.0
Net D/E (%)	(29.9)	(32.4)	(37.9)	(41.7)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 7-Apr-22 (Bt)	3.94
Market Cap (US\$ m)	1,293.5
Listed Shares (m shares)	11,000.0
Free Float (%)	42.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	7.1
12M Price H/L (Bt)	4.34/2.82
Sector	Health Care
Major Shareholder	Plussind Family 23.79%

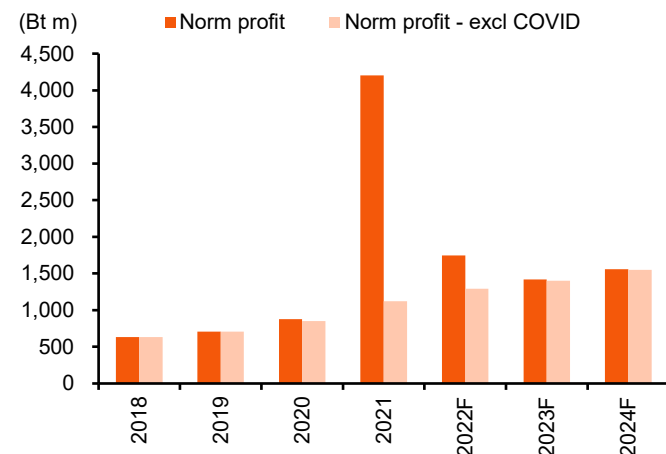
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

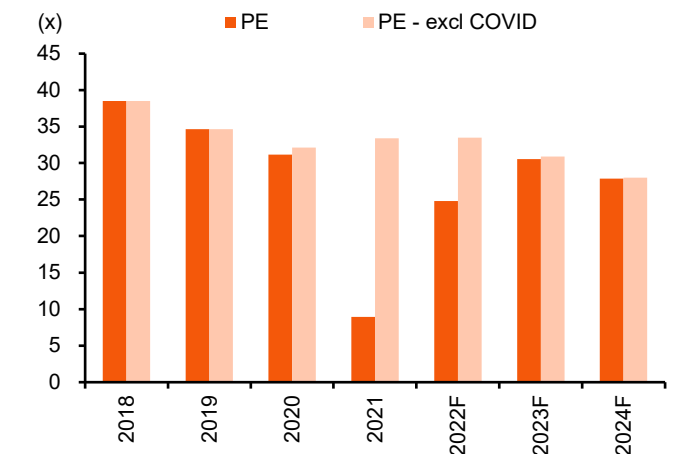
Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Revenue from foreign patients (Bt m)					
- New	42	-	65	130	172
- Old			42	102	171
- Change (%)			52.6	27.2	0.6
# of registered persons (people)					
- New	442,910	457,064	477,632	491,961	501,800
- Old			474,445	483,934	488,773
- Change (%)			0.7	1.7	2.7
Revenue from SS patients (Bt m)					
- New	1,811	1,928	2,096	2,235	2,349
- Old			1,999	2,140	2,200
- Change (%)			4.8	4.4	6.8
SG&A to sales (%)					
- New	12.4	7.0	9.3	10.6	10.4
- Old			10.7	11.6	11.2
- Change (pp.)			(1.4)	(1.0)	(0.8)
Normalized profit (Bt m)					
- New	877	4,204	1,747	1,419	1,557
- Old			1,599	1,373	1,519
- Change (%)			9.2	3.4	2.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

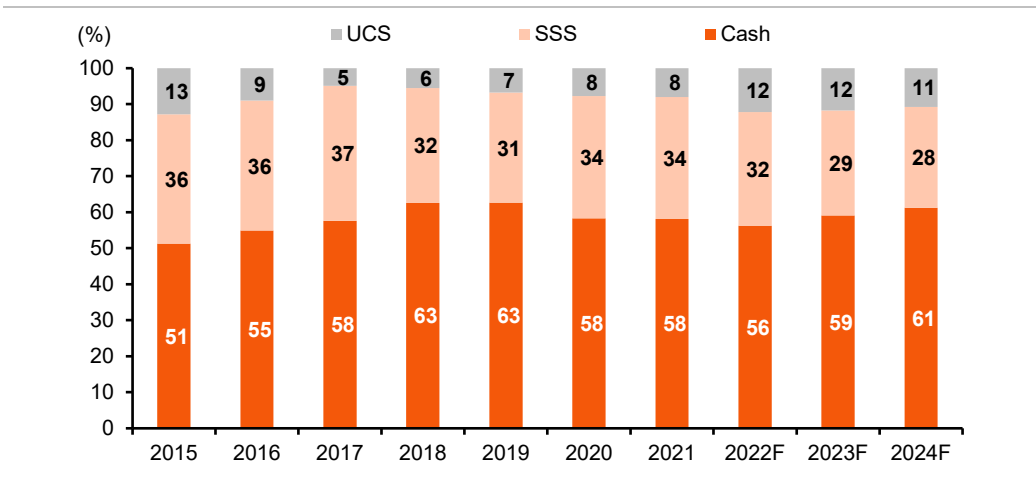
Ex 2: CHG's Earnings Inc. & Exc. COVID Services

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: CHG's PE Inc. & Exc. COVID Services

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Revenue Breakdown By Type Of Service



Sources: Company data, Thanachart estimates

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	2033F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	2,319	1,934	2,188	2,362	2,543	2,739	2,949	3,171	3,400	3,635	3,886	4,150	—
Free cash flow	2,483	1,553	1,689	1,710	1,743	1,894	2,062	2,240	2,425	2,615	2,816	3,029	66,876
PV of free cash flow	2,476	1,379	1,413	1,323	1,265	1,289	1,316	1,341	1,362	1,377	1,391	1,403	30,978
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	0.6												
WACC (%)	6.1												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value	48,314												
Net debt (end-2021)	(2,345)												
Minority interest	272												
Equity value	50,387												
# of shares (m)	11,000												
Equity value / share (Bt)	4.60												

Sources: Company data, Thanachart estimates

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 และศัลยกรรมโดยใช้กล้อง จุลทรรศน์, ผู้ป่วยทารกแรกเกิดระยะวิกฤต (NICU), ศูนย์หัวใจ และศูนย์โรค หลอดเลือดสมอง

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นหนึ่งในกลุ่มโรงพยาบาลขนาดใหญ่ของประเทศไทยที่มี ประสิทธิภาพที่แข็งแกร่ง และมีแบรนด์ที่มีชื่อเสียงในการให้บริการด้าน ดุแลสุขภาพ
- โรงพยาบาลของ CHG ตั้งอยู่ทำเลที่ดี (ชุมชน โรงงาน และนิคม อุตสาหกรรม)
- มีโรงเรียนฝึกหัดพยาบาลของตัวเอง รองรับความต้องการของกลุ่ม

O — Opportunity

- มีโรงพยาบาลรัฐที่จำกัดในประเทศไทย
- การขยายขีดความสามารถในการรองรับความต้องการด้านการดูแล รักษาสุขภาพในอนาคต
- การเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ
- ผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นจากประเทศเพื่อนบ้าน
- ความเสี่ยงจากโควิด19

CONSENSUS COMPARISON

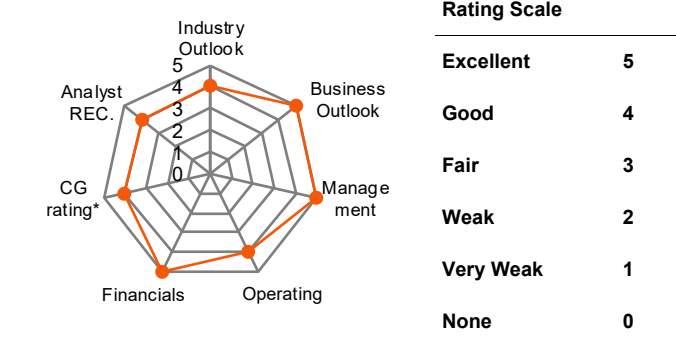
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	4.21	4.60	9%
Net profit 22F (Bt m)	1,790	1,747	-2%
Net profit 23F (Bt m)	1,420	1,419	0%
Consensus REC	BUY: 11	HOLD: 6	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาดเล็กน้อย เนื่องจากเรามองบวก มากขึ้นต่อการเติบโตในระยะยาวของ CHG

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- มีการกระจายฐานลูกค้าที่จำกัด โดยยังคงเน้นตลาดระดับล่างถึงกลาง และตลาดระบบประกันสุขภาพของภาครัฐ

T — Threat

- เครือข่ายโรงพยาบาลขนาดใหญ่ที่เติบโตอย่าง BDMS ซึ่งกำลังเข้า มายังตลาดระดับกลาง
- ความเสี่ยงจากนโยบายของภาครัฐ ความเสี่ยงจากโควิด19

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากกลยุทธ์ในการผลักดันรายได้จากธุรกิจผู้ป่วยเงินสดของ CHG แย่ กว่าที่เราคาด จะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- หากอัตราการเบิกเงินคืนสำหรับ Adjusted Relative Weight (RW) ภายใต้โครงการประกันสังคมและประกันสุขภาพถ้วนหน้าลดลงใน อนาคต จะทำให้มีความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- เนื่องจากการขยายขีดความสามารถในการรองรับในช่วงหลายปี ข้างหน้า อาคารใหม่ของ CHG อาจทำให้ค่าเช่าต่ำกว่าที่เราคาด
- หากมีการแข่งขันจากผู้ประกอบการเอกชนมากขึ้นหรือมีผู้ประกอบการ ใหม่เข้ามายังตลาดไทย จะเป็ความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Core operation set to
reach a new, higher base

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	5,433	11,742	8,251	7,751	8,433
Cost of sales	3,685	5,882	5,540	5,387	5,783
Gross profit	1,748	5,860	2,712	2,363	2,649
% gross margin	32.2%	49.9%	32.9%	30.5%	31.4%
Selling & administration expenses	673	821	769	830	885
Operating profit	1,075	5,038	1,943	1,533	1,764
% operating margin	19.8%	42.9%	23.5%	19.8%	20.9%
Depreciation & amortization	370	371	392	417	437
EBITDA	1,445	5,409	2,335	1,949	2,201
% EBITDA margin	26.6%	46.1%	28.3%	25.2%	26.1%
Non-operating income	32	259	283	291	236
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(36)	(21)	(11)	(9)	(10)
Pre-tax profit	1,071	5,276	2,215	1,815	1,990
Income tax	219	1,009	423	354	388
After-tax profit	852	4,267	1,792	1,461	1,602
% net margin	15.7%	36.3%	21.7%	18.8%	19.0%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	24	(63)	(44)	(42)	(45)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	877	4,204	1,747	1,419	1,557
Normalized profit	877	4,204	1,747	1,419	1,557
EPS (Bt)	0.1	0.4	0.2	0.1	0.1
Normalized EPS (Bt)	0.1	0.4	0.2	0.1	0.1

BALANCE SHEET

Two new hospitals due to
open in 2022-23

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	1,763	5,897	5,033	5,456	6,156
Cash & cash equivalent	580	2,790	2,800	3,400	4,000
Account receivables	983	2,437	1,696	1,550	1,617
Inventories	179	295	273	258	269
Others	22	376	264	248	270
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	4,167	4,362	4,486	4,585	4,511
Other assets	271	291	215	195	196
Total assets	6,201	10,550	9,733	10,236	10,863
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,429	2,208	1,584	1,735	1,784
Account payables	570	842	835	812	871
Bank overdraft & ST loans	570	34	116	133	157
Current LT debt	136	97	29	33	39
Others current liabilities	153	1,235	604	757	716
Total LT debt	407	313	87	100	118
Others LT liabilities	171	187	141	128	127
Total liabilities	2,008	2,709	1,812	1,962	2,028
Minority interest	169	272	316	358	404
Preferreds 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	1,778	5,323	5,359	5,670	6,185
Shareholders' equity	4,024	7,569	7,605	7,916	8,431
Liabilities & equity	6,201	10,550	9,733	10,236	10,863

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

COVID services
strengthen cash inflow
stream

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	1,071	5,276	2,215	1,815	1,990
Tax paid	(193)	(376)	(823)	(288)	(400)
Depreciation & amortization	370	371	392	417	437
Chg In working capital	20	(1,298)	756	137	(19)
Chg In other CA & CL / minorities	20	136	(120)	103	(52)
Cash flow from operations	1,288	4,109	2,420	2,184	1,957
Capex	(186)	(546)	(500)	(500)	(350)
Right of use	(87)	(22)	(5)	(5)	(1)
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	23	(2)	19	(4)	(14)
Cash flow from investments	(250)	(570)	(486)	(509)	(365)
Debt financing	(426)	(669)	(212)	33	49
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(550)	(660)	(1,712)	(1,108)	(1,042)
Warrants & other surplus	(5)	0	0	0	0
Cash flow from financing	(980)	(1,329)	(1,924)	(1,075)	(992)
Free cash flow	1,103	3,563	1,920	1,684	1,607

VALUATION

Inexpensive valuation, in
our view

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	49.4	10.3	24.8	30.5	27.8
Normalized PE - at target price (x)	57.7	12.0	29.0	35.7	32.5
PE (x)	49.4	10.3	24.8	30.5	27.8
PE - at target price (x)	57.7	12.0	29.0	35.7	32.5
EV/EBITDA (x)	30.4	7.6	17.5	20.6	18.0
EV/EBITDA - at target price (x)	35.4	8.9	20.6	24.4	21.3
P/BV (x)	10.8	5.7	5.7	5.5	5.1
P/BV - at target price (x)	12.6	6.7	6.7	6.4	6.0
P/CFO (x)	33.6	10.5	17.9	19.8	22.1
Price/sales (x)	8.0	3.7	5.3	5.6	5.1
Dividend yield (%)	1.3	5.1	2.8	2.3	2.5
FCF Yield (%)	2.5	8.2	4.4	3.9	3.7
(Bt)					
Normalized EPS	0.1	0.4	0.2	0.1	0.1
EPS	0.1	0.4	0.2	0.1	0.1
DPS	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
BV/share	0.4	0.7	0.7	0.7	0.8
CFO/share	0.1	0.4	0.2	0.2	0.2
FCF/share	0.1	0.3	0.2	0.2	0.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

Strong financial status

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	5.2	116.1	(29.7)	(6.1)	8.8
Net profit (%)	24.3	379.6	(58.4)	(18.8)	9.7
EPS (%)	24.3	379.6	(58.4)	(18.8)	9.7
Normalized profit (%)	24.3	379.6	(58.4)	(18.8)	9.7
Normalized EPS (%)	24.3	379.6	(58.4)	(18.8)	9.7
Dividend payout ratio (%)	62.7	52.3	70.0	70.0	70.0
Operating performance					
Gross margin (%)	32.2	49.9	32.9	30.5	31.4
Operating margin (%)	19.8	42.9	23.5	19.8	20.9
EBITDA margin (%)	26.6	46.1	28.3	25.2	26.1
Net margin (%)	15.7	36.3	21.7	18.8	19.0
D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.1	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.4)
Interest coverage - EBIT (x)	30.2	235.7	178.2	176.31	175.53
Interest coverage - EBITDA (x)	40.5	253.0	214.1	224.23	219.03
ROA - using norm profit (%)	14.1	50.2	17.2	14.2	14.8
ROE - using norm profit (%)	22.7	72.5	23.0	18.3	19.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	22.1	73.6	23.6	18.8	19.6
- asset turnover (x)	0.9	1.4	0.8	0.8	0.8
- operating margin (%)	20.4	45.1	27.0	23.5	23.7
- leverage (x)	1.6	1.4	1.3	1.3	1.3
- interest burden (%)	96.8	99.6	99.5	99.5	99.5
- tax burden (%)	79.6	80.9	80.9	80.5	80.5
WACC (%)	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
ROIC (%)	18.1	89.4	30.1	24.5	29.7
NOPAT (Bt m)	856	4,075	1,572	1,234	1,420
invested capital (Bt m)	4,558	5,224	5,037	4,781	4,745

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ 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 ธนชาติ 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 , RS16C2206A , S5016P2206A , S5016P2206B , 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 ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ 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 นิการุณ, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบโต 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 ผู้พัฒนบริหารกุล, 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 ภัทรวัลลี 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, บ้านเท 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 วิชนันท์ ธรรมป่ารุ่ง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน นลินภรณ์ 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