

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 6.60

Upside : 14.8%

(From: Bt 7.00)

8 APRIL 2022

Small Cap Research

Ladprao General Hospital (LPH TB)

ปัจจัยพื้นฐานใหม่จะเริ่มกลับมา

LPH ได้สร้างปัจจัยพื้นฐานใหม่บางประการในปี 2018-20 แต่หยุดชะงักไปในช่วงการระบาดของโควิดในปี 2021 ปัจจุบันเราคาดว่าปัจจัยพื้นฐานใหม่จะเริ่มกลับมาอีกครั้ง และคงคำแนะนำ “ซื้อ” LPH ด้วยเป็นทางเลือกที่ถูกในกลุ่มโรงพยาบาล ซื้อขายที่ PE ที่ 26.8/22.8 เท่า ในปี 2022-23F



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

ปัจจัยพื้นฐานใหม่จะเริ่มกลับมาสร้างกำไร

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มโรงพยาบาล “มูลค่ายังไม่สะท้อนการฟื้นตัว” วันที่ 8 เม.ย. 2022 เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” LPH เนื่องจากเราคาดว่าปัจจัยพื้นฐานใหม่จะเริ่มเห็นผลในปีนี้ หลังหยุดชะงักจากการระบาดของโควิดในปีที่แล้ว Exhibit 2 แสดงประมาณการของเราสำหรับกำไรรวม เทียบกับ กำไรจาก non-COVID ของ LPH เราคาดว่าฐานกำไรจาก non-COVID ของ LPH ในปี 2022-23F จะสูงกว่าปี 2020 ราว 8/27% สำหรับ LPH ปี 2020 ถือเป็นปีปกติก่อนเกิดโควิด-19 ซึ่งปัจจัยพื้นฐานใหม่เริ่มสะท้อนให้เห็นในฐานกำไร ปัจจัยพื้นฐานที่สำคัญ 3 ประการที่เปลี่ยนแปลงไปในช่วงปี 2018-20 ได้แก่ การว่าจ้างทีมงานที่มุ่งเน้นบริการผู้ป่วยต่างชาติ การเข้าซื้อศูนย์ตรวจสุขภาพในปี 2019 และบริการศูนย์เฉพาะทางมากขึ้น

เป็นทางเลือกที่ถูกกว่าในมุมมองของเรา

เราปรับลดประมาณการกำไรของ LPH ลง 7/12/9% ในปี 2022-24F สะท้อนรายได้ที่จากโครงการประกันสังคม และอัตรากำไรขั้นต้นที่อ่อนแอกว่าที่คาดจากการแข่งขันที่เพิ่มขึ้นจากโรงพยาบาลใหม่ที่เข้าร่วมในโครงการประกันสังคม และตั้งอยู่ในพื้นที่เดียวกันกับของ LPH และต้นทุนที่สูงกว่าคาด แต่อย่างไรก็ตาม เรายังคงมองว่า LPH เป็นทางเลือกที่ถูกกว่าในกลุ่มโรงพยาบาลไทย โดยซื้อขายที่ 26.8/22.8 เท่า non-COVID PE เทียบกับค่าเฉลี่ย 3 ปีก่อนเกิดโควิด (ปี 2018-20) ที่ 33.4 เท่า หลังจากปรับลดกำไร ราคาเป้าหมายของเราลดลงเหลือ 6.60 บาท (จาก 7.0 บาท)

ปัจจัยผลักดันการฟื้นตัว

เราคาดว่ากำไรจากการให้บริการโรคทั่วไปที่ไม่เกี่ยวกับโควิดของ LPH จะสูงกว่าปีปกติในปี 2020 ราว 8/27% ในปี 2022-23F หนุนโดย 1) ผู้ป่วยชาวไทยและต่างชาติ (ตะวันออกกลาง) เงินสดที่สูงขึ้น เนื่องจากอุปสงค์ที่ถูกกักไว้ (การรักษาผู้ป่วยโรคเรื้อรังและการตรวจสุขภาพ) 2) การเติบโตในระดับปกติของธุรกิจ และอุปสงค์ที่ถูกกักไว้ 3) รายได้ที่เพิ่มขึ้นของศูนย์เฉพาะทางใหม่ (Orthopedic, Cat Lab, Eye, ฯลฯ) ซึ่งบริษัทฯ ได้ทยอยเพิ่มในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา 4) ทีมงานใหม่ในปี 2019 ที่เน้นบริการผู้ป่วยต่างชาติ และ 5) รายได้ประกันสังคมที่เพิ่มขึ้นจากโควตาประกันสังคมที่เพิ่มขึ้น และรายได้จากการรักษาโรคที่มีความซับซ้อนเพิ่มขึ้น

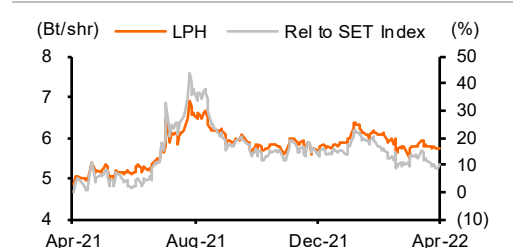
สองโครงการใหม่ในปี 2024

LPH มีแผนที่จะสร้างอาคารใหม่สองแห่งในต้นปีหน้า หนึ่งคืออาคารศูนย์ตา 20 เตียง และอีกแห่งหนึ่ง คือ ศูนย์เฉพาะทาง II ขนาด 20 เตียง อาคารทั้งสองหลังจะอยู่ที่โรงพยาบาลลาดพร้าวเดิม และมีกำหนดจะเปิดในต้นปี 2024 เงินลงทุนรวมกำหนดไว้ที่ 1 พันลบ. LPH ยังมีแผนที่จะสร้างศูนย์ตรวจสุขภาพ 2 แห่ง (ถือหุ้นทั้งหมด) ในจังหวัดนครราชสีมา และฉะเชิงเทรา ด้วยเงินลงทุนรวมแห่งละ 25 ลบ. หลังจากทีศูนย์ตรวจสุขภาพ “โรงพยาบาลเอเชีย” ที่จังหวัดพระนครศรีอยุธยา ซึ่ง LPH เข้าซื้อหุ้น 50% ในปี 2019 มีผลการดำเนินงานที่ค่อนข้างดี ในระยะยาว LPH มีแผนที่จะร่วมมือกับกลุ่มแพทย์ในศูนย์ตรวจสุขภาพใหม่สองแห่งนี้

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	2,501	2,175	2,130	2,329
Net profit	465	233	192	180
Consensus NP	—	249	217	na
Diff frm cons (%)	—	(6.6)	(11.7)	na
Norm profit	465	233	192	180
Prev. Norm profit	—	249	217	198
Chg frm prev (%)	—	(6.6)	(11.8)	(8.9)
Norm EPS (Bt)	0.6	0.3	0.3	0.3
Norm EPS grw (%)	225.1	(49.9)	(17.6)	(6.0)
Norm PE (x)	8.9	17.8	21.6	23.0
EV/EBITDA (x)	5.8	9.9	11.6	11.9
P/BV (x)	2.4	2.4	2.3	2.3
Div yield (%)	5.2	4.2	3.5	3.3
ROE (%)	29.6	13.5	10.9	10.1
Net D/E (%)	5.2	12.5	24.8	25.5

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 7-Apr-22 (Bt)	5.75
Market Cap (US\$ m)	123.6
Listed Shares (m shares)	720.0
Free Float (%)	49.6
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.1
12M Price H/L (Bt)	6.90/4.86
Sector	Health Care
Major Shareholder	LP Holding Co.Ltd. 36.08%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

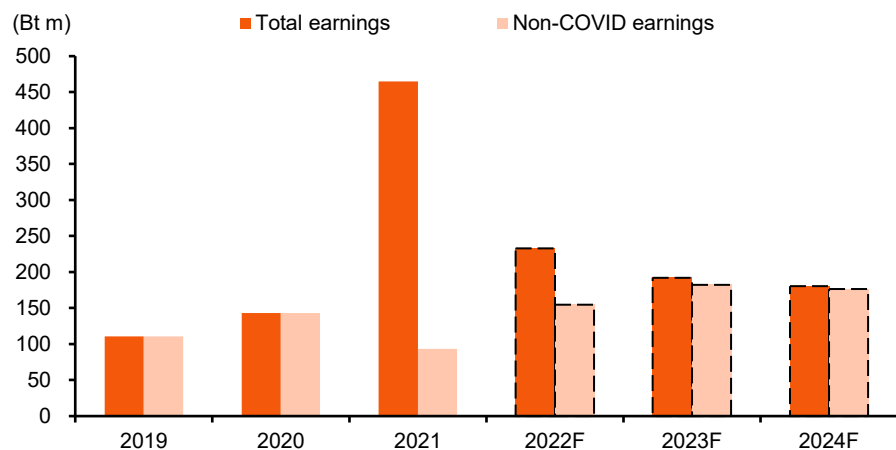
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
# of SSS-registered persons (people)					
- New	160,540	167,704	168,704	169,704	170,704
- Old			169,540	171,540	172,540
- Change (%)			(0.5)	(1.1)	(1.1)
Revenue from SSS patients (Bt m)					
- New	602	598	638	661	671
- Old			667	702	713
- Change (%)			(4.4)	(5.9)	(5.9)
Revenue from COVID-19 services (Bt m)					
- New	-	815	252	37	15
- Old			166	17	12
- Change (%)			51.6	116.8	24.8
Gross profit (%)					
- New	24.5	35.7	27.1	26.1	24.2
- Old			28.0	27.0	24.9
- Change (pp)			(0.9)	(0.9)	(0.7)
Normalized profit (Bt m)					
- New	143	465	233	192	180
- Old			249	217	198
- Change (%)			(6.6)	(11.8)	(8.9)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Total Earnings And Non-COVID Earnings

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: 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	420	375	369	411	450	486	522	558	595	634	673	776	—
Free cash flow	156	(62)	164	321	347	375	400	430	460	492	524	281	5,595
PV of free cash flow	156	(55)	137	248	251	255	255	257	258	247	246	123	2,450
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	0.6												
WACC (%)	6.2												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value	4,830												
Net debt (end-2021)	88												
Minority interest	9												
Equity value	4,732												
# of shares (m)*	720												
Equity value / share (Bt)	6.6												

Sources: Company data, Thanachart estimates
Note: * Share count assumes repurchased shares

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

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีตำแหน่งทางการตลาดที่แข็งแกร่งในเขตตลาดพร้าว
- LPH ให้บริการในกลุ่มผู้มีรายได้ปานกลาง-ผู้มีรายได้น้อยทั้งผู้ป่วยเงินสดและประกันสังคม

O — Opportunity

- การเพิ่มขึ้นของรายได้ทำให้ประชาชนสามารถจ่ายเพื่อได้รับบริการด้านการดูแลสุขภาพที่มีคุณภาพที่ดีขึ้นในโรงพยาบาลเอกชน
- ประชากรสูงอายุต้องการการรักษาพยาบาลที่มีความซับซ้อนมากขึ้น
- ความต้องการ outsourcing โรงพยาบาลรัฐมากขึ้น
- การแพร่ระบาดของโควิด

CONSENSUS COMPARISON

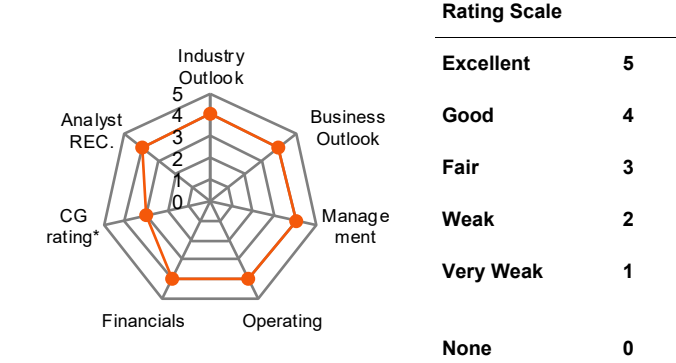
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	7.05	6.60	-6%
Net profit 22F (Bt m)	249	233	-7%
Net profit 23F (Bt m)	217	192	-12%
Consensus REC	BUY: 2	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรและราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเรามองอย่างระมัดระวังมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของงานหลักของโรงพยาบาล

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- LPH เป็นโรงพยาบาลเดี่ยว

T — Threat

- การเพิ่มขึ้นของอุปทานในตลาด
- เศรษฐกิจชะลอตัว
- ความเสี่ยงด้านหลักเกณฑ์กฎระเบียบ
- ผลกระทบจากโควิด-19

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

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

2022-23F earnings set a
new base

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	1,801	2,501	2,175	2,130	2,329
Cost of sales	1,360	1,609	1,585	1,574	1,765
Gross profit	441	892	590	556	564
% gross margin	24.5%	35.7%	27.1%	26.1%	24.2%
Selling & administration expenses	283	334	305	321	352
Operating profit	159	558	285	235	211
% operating margin	8.8%	22.3%	13.1%	11.0%	9.1%
Depreciation & amortization	152	168	155	160	177
EBITDA	311	726	440	395	389
% EBITDA margin	17.3%	29.0%	20.2%	18.5%	16.7%
Non-operating income	13	27	17	19	21
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(13)	(15)	(14)	(16)	(14)
Pre-tax profit	159	570	288	239	218
Income tax	18	97	49	41	30
After-tax profit	141	473	239	198	187
% net margin	7.9%	18.9%	11.0%	9.3%	8.0%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	1	(8)	(7)	(6)	(7)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	143	465	233	192	180
Normalized profit	143	465	233	192	180
EPS (Bt)	0.2	0.6	0.3	0.3	0.3
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.6	0.3	0.3	0.3

BALANCE SHEET

New eye center and
excellence center due to
open in 2024

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	519	867	764	701	763
Cash & cash equivalent	160	147	100	50	50
Account receivables	195	304	298	292	319
Inventories	30	45	43	43	48
Others	134	371	323	316	346
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	1,451	1,494	1,633	1,916	1,963
Other assets	257	235	199	177	166
Total assets	2,227	2,597	2,596	2,794	2,892
LIABILITIES:					
Current liabilities:	380	542	497	563	605
Account payables	231	275	304	302	339
Bank overdraft & ST loans	18	79	32	49	52
Current LT debt	52	53	86	133	140
Others current liabilities	80	136	75	78	75
Total LT debt	156	104	201	311	327
Others LT liabilities	245	243	147	130	122
Total liabilities	781	889	844	1,004	1,054
Minority interest	2	9	16	23	29
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	375	360	360	360	360
Share premium	923	923	923	923	923
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	6	6	6	6	6
Retained earnings	140	410	447	479	520
Shareholders' equity	1,444	1,698	1,735	1,768	1,809
Liabilities & equity	2,227	2,597	2,596	2,794	2,892

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

Sustainable cash inflow stream, based on our forecasts

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	159	570	288	239	218
Tax paid	(15)	(40)	(81)	(29)	(33)
Depreciation & amortization	152	168	155	160	177
Chg In working capital	9	(81)	37	4	4
Chg In other CA & CL / minorities	32	(238)	19	(5)	(40)
Cash flow from operations	337	379	419	368	326
Capex	(182)	(187)	(270)	(420)	(200)
Right of use	(125)	(23)	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	167	19	(84)	(14)	(12)
Cash flow from investments	(140)	(190)	(354)	(434)	(212)
Debt financing	(36)	9	84	175	25
Capital increase	0	(15)	0	0	0
Dividends paid	(72)	(216)	(195)	(159)	(139)
Warrants & other surplus	2	21	0	0	0
Cash flow from financing	(106)	(201)	(112)	16	(114)
Free cash flow	155	191	149	(52)	126

VALUATION

Inexpensive valuation, in our view

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	29.0	8.9	17.8	21.6	23.0
Normalized PE - at target price (x)	33.3	10.2	20.4	24.8	26.4
PE (x)	29.0	8.9	17.8	21.6	23.0
PE - at target price (x)	33.3	10.2	20.4	24.8	26.4
EV/EBITDA (x)	13.5	5.8	9.9	11.6	11.9
EV/EBITDA - at target price (x)	15.5	6.7	11.3	13.2	13.4
P/BV (x)	2.9	2.4	2.4	2.3	2.3
P/BV - at target price (x)	3.3	2.8	2.7	2.7	2.6
P/CFO (x)	12.3	10.9	9.9	11.2	12.7
Price/sales (x)	2.3	1.7	1.9	1.9	1.8
Dividend yield (%)	2.6	5.2	4.2	3.5	3.3
FCF Yield (%)	3.8	4.6	3.6	(1.2)	3.0
(Bt)					
Normalized EPS	0.2	0.6	0.3	0.3	0.3
EPS	0.2	0.6	0.3	0.3	0.3
DPS	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
BV/share	2.0	2.4	2.4	2.5	2.5
CFO/share	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
FCF/share	0.2	0.3	0.2	(0.1)	0.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

Strong financial status

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	13.9	38.8	(13.0)	(2.1)	9.3
Net profit (%)	29.3	225.1	(49.9)	(17.6)	(6.0)
EPS (%)	29.3	225.1	(49.9)	(17.6)	(6.0)
Normalized profit (%)	29.4	225.1	(49.9)	(17.6)	(6.0)
Normalized EPS (%)	29.4	225.1	(49.9)	(17.6)	(6.0)
Dividend payout ratio (%)	75.6	46.5	75.0	75.0	75.0
Operating performance					
Gross margin (%)	24.5	35.7	27.1	26.1	24.2
Operating margin (%)	8.8	22.3	13.1	11.0	9.1
EBITDA margin (%)	17.3	29.0	20.2	18.5	16.7
Net margin (%)	7.9	18.9	11.0	9.3	8.0
D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.1	0.1	0.2	0.3
Interest coverage - EBIT (x)	12.1	36.3	20.4	15.1	14.6
Interest coverage - EBITDA (x)	23.7	47.2	31.6	25.4	26.9
ROA - using norm profit (%)	6.9	19.3	9.0	7.1	6.3
ROE - using norm profit (%)	10.2	29.6	13.5	10.9	10.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	10.1	30.1	13.9	11.3	10.5
- asset turnover (x)	0.9	1.0	0.8	0.8	0.8
- operating margin (%)	9.6	23.4	13.9	11.9	10.0
- leverage (x)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6
- interest burden (%)	92.4	97.4	95.4	93.9	93.8
- tax burden (%)	89.0	82.9	83.0	83.0	86.0
WACC (%)	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
ROIC (%)	9.0	30.7	13.3	10.0	8.2
NOPAT (Bt m)	141	463	237	195	182
invested capital (Bt m)	1,510	1,786	1,954	2,211	2,277

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, 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 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

บริษัท ธนชาติ 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)

บริษัท ธนชาติ 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 ไตรลั่นคะ 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) 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 นิการกุล, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	Thematic Research, กระดาษ จักร เรืองสินัญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา สรทรง 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, แพลตฟอร์ม ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th	
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวลลีย์ หวังมั่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th	ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน 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	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 sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี 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