

SELL (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 43.00

Downside : 52.5%

(From: Bt 30.00)

8 APRIL 2022

Small Cap Research

Thonburi Healthcare Group (THG TB)

มีมูลค่าที่แพง

การดำเนินงานหลักของ THG ดีขึ้น และมีผลขาดทุนที่ลดลงจากการลงทุนในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา THG ยังเป็นผู้ได้ประโยชน์หลักจากสถานการณ์โควิดอีกด้วย และด้วยแผนลงทุนในโรงพยาบาลแห่งใหม่ เราจึงปรับประมาณการกำไรขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม หุ้นได้รับขึ้นมากแล้ว และเรามองว่าหุ้นมีมูลค่าแพง คงคำแนะนำ “ขาย”



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

ปัจจัยพื้นฐานดีขึ้น

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มโรงพยาบาล “มูลค่ายังไม่สะท้อนการฟื้นตัว” วันที่ 8 เม.ย. 2022 ไม่รวมรายได้จากโควิด ปัจจัยพื้นฐานของ THG ก็ดีขึ้น ด้วยมีการดำเนินงานหลักที่ดีขึ้น และมีผลขาดทุนที่ลดลงจากการลงทุนใหม่ในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา กำไรปกติของ THG อยู่ที่ 500-600 ลบ. ต่อปี ในปี 2015-17 กำไรลดลงต่ำกว่า 200 ลบ. ต่อปี ในปี 2018-20 เนื่องจากผลขาดทุนจากการลงทุนใหม่ เช่น Jin Wellbeing County (JWC), โรงพยาบาลธนบุรีทุ่งสง, โรงพยาบาลธนบุรีบำรุงเมือง, โรงพยาบาล Aryu International ในเมียนมาร์ และศูนย์ดูแลผู้สูงอายุ Thonburi Health Village ผลขาดทุนรวมได้ลดลง สำหรับการดำเนินงานหลักของโรงพยาบาลธนบุรี 1 และ 2 นั้น THG สามารถลดต้นทุนและเพิ่มผลกำไรได้อย่างมีนัยสำคัญ Exhibit 2 แสดงถึงรูปแบบกำไรของบริษัท

ปรับเพิ่มประมาณการกำไร

เนื่องจากการฟื้นตัวของธุรกิจข้างต้น และการระบาดของโอไมครอน เราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้น 90/33/26% ในปี 2022-24F และปรับราคาเป้าหมายเป็น 43.0 บาท (จาก 30.0 บาท) ปัจจุบันเรารวมแผนการลงทุนล่าสุดของ THG ในโรงพยาบาลธนบุรี รังสิต ขนาด 250 เตียง ซึ่งจะตั้งอยู่ด้านหน้าโครงการ JWC ซึ่งจะช่วยสนับสนุนการขายห้องชุดที่ JWC โรงพยาบาลธนบุรี รังสิต เป็นการรวมทุนของ THG (สัดส่วนการถือหุ้น 30%), โรงพยาบาลรามคำแหง (RAM) (40%), โรงพยาบาลวิภาวดี (VIBHA) (10%) และกลุ่มแพทย์ (20%) (Exhibit 3) THG มีแผนที่จะมุ่งเน้นไปที่ผู้ป่วยเงินสด ด้วยมีบริการระดับตติยภูมิ เราคาดว่ากำไรจาก non-COVID ของ THG จะเติบโต 77/35/24% ในปี 2022-24F

สถานะทางการเงินดีขึ้น

ด้วยอัตราส่วนเงินลงทุนต่อยอดขายที่สูงของ THG ซึ่งเฉลี่ยอยู่ที่ 32% ในปี 2018-20 และมียอดขาย JWC ที่ต่ำ ส่งผลให้ THG มีอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนสูงที่สุดในกลุ่มฯ ที่ 1.1 เท่า ในปี 2020 แต่อย่างไรก็ตาม ด้วยรายได้โควิดที่มีจำนวนมาก EBITDA ของ THG จึงเพิ่มขึ้นก้าวกระโดดมาอยู่ที่ระดับมากกว่า 2 พันลบ. ต่อปี ในปี 2021-22F เทียบกับ 1 พันลบ. ต่อปี ในปี 2018-20 ซึ่งช่วยสนับสนุนการลงทุนใหม่ของ THG ที่ 1.7 พันลบ. ในปี 2022-23 ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนก็ลดลงเหลือ 0.7/0.7/0.5 เท่า ในปี 2022-24F (Exhibit 4 และ 5)

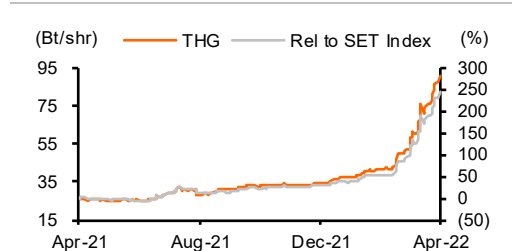
มีมูลค่าแพง

ราคาหุ้น THG เพิ่มขึ้น 143% YTD มาซื้อขายที่ non-COVID PE ที่ 168/124 เท่า ในปี 2022-23F เทียบกับ 45/91 เท่า PE ในปี 2017-18 ซึ่งเรามองว่าแพงแม้ว่าเราจะมองบวกต่อการดำเนินงานที่ดีขึ้น ราคาหุ้นพุ่งขึ้นหลังประกาศแผนการลงทุนในโรงพยาบาลธนบุรี รังสิต ด้วยแบรนด์ธนบุรีที่แข็งแกร่ง และการผนึกกำลังจากผู้ร่วมทุนซึ่งเป็นโรงพยาบาลที่มีชื่อเสียงและมีเครือข่ายเจ้าหน้าที่ทางการแพทย์ที่ดี เราจึงมั่นใจในความสำเร็จของโรงพยาบาลใหม่แห่งนี้

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	10,847	10,304	9,418	10,659
Net profit	1,337	940	639	777
Consensus NP	—	639	574	670
Diff frm cons (%)	—	47.2	11.3	16.1
Norm profit	1,369	940	639	777
Prev. Norm profit	—	494	479	615
Chg frm prev (%)	—	90.2	33.3	26.3
Norm EPS (Bt)	1.6	1.1	0.8	0.9
Norm EPS grw (%)	na	(31.3)	(32.0)	21.6
Norm PE (x)	56.1	81.7	120.3	98.9
EV/EBITDA (x)	30.3	39.3	45.9	41.4
P/BV (x)	8.4	8.2	8.2	7.8
Div yield (%)	1.0	0.7	0.5	0.6
ROE (%)	16.1	10.2	6.8	8.1
Net D/E (%)	89.2	73.5	65.2	51.6

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 7-Apr-22 (Bt)	90.50
Market Cap (US\$ m)	2,289.1
Listed Shares (m shares)	847.5
Free Float (%)	49.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	3.3
12M Price H/L (Bt)	87.25/25.00
Sector	Health Care
Major Shareholder	RAM 21.06%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

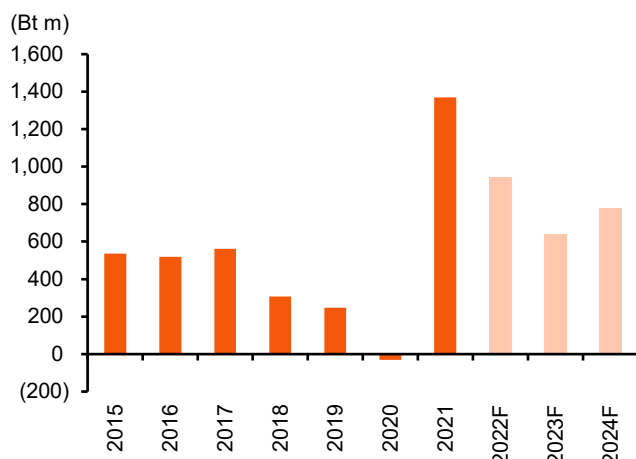


Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

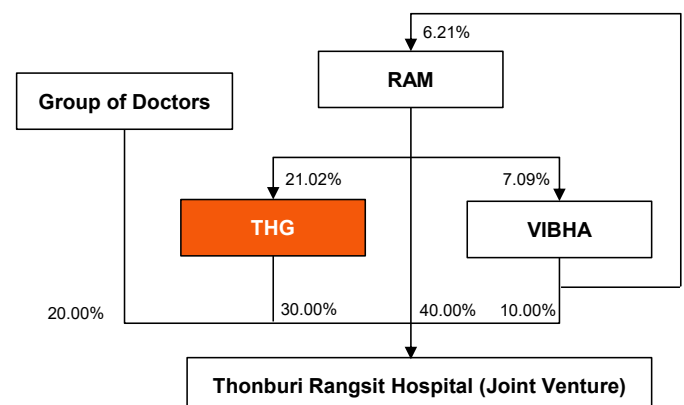
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Revenue from Jin Wellbeing County (Bt m)					
- New	93	98	138	448	640
- Old			101	359	618
- Change (%)			36.9	25.0	3.6
Revenue from COVID-19 services (Bt m)					
- New	-	3,570	2,156	116	73
- Old			1,652	862	593
- Change (%)			30.5	(86.5)	(87.8)
Revenue from hemp business (Bt m)*					
- New			—	—	—
- Old			50.0	275.0	343.8
- Change (%)			n.a.	n.a.	n.a.
Gross margin (%)					
- New	21.4	31.7	27.2	27.3	27.7
- Old			23.1	23.9	24.6
- Change (pp)			4.1	3.4	3.1
Equity income (Bt m)					
- New	35	31	76	117	137
- Old			45	63	74
- Change (%)			68.8	84.4	85.9
Normalized profit (Bt m)					
- New	(32)	1,369	940	639	777
- Old			494	479	615
- Change (%)			90.2	33.3	26.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * THG divested a 61% stake in Thonburi Canabiz Pcl. to S.M.T. (2018) Company Limited ("SMT") which has no relationship and is not classified as a connected person with THG. THG has the remaining stake of 39% in the company. It thus changed the accounting method to recognize earnings from Thonburi Canabiz from consolidation to the equity method.

Ex 2: Normalized Earnings

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: New JV 'Thonburi Rangsit Hospital' Shareholders

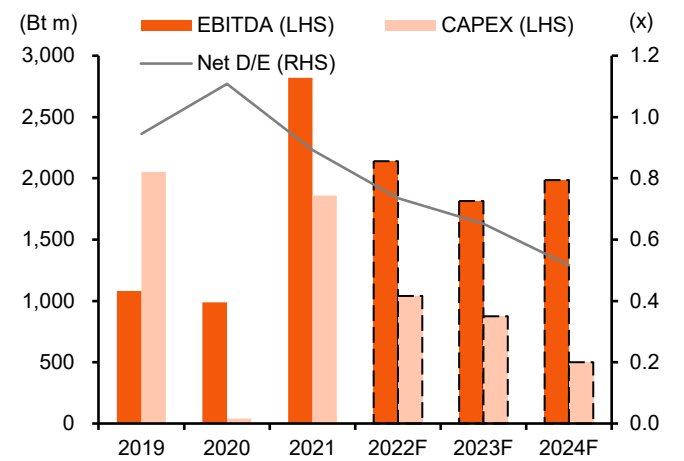
Source: Company data

Ex 4: CAPEX Spending In 2022-23F

Projects	(Bt m)
Thonburi Hospital 1	700
Thonburi Hospital 2	500
Thonburi Bumrungmuang	200
Jin Wellbeing County	50
Thonburi Health Village	100
Thonburi Rangsit Hospital	226
Total	1,776

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: THG's EBITDA Vs. Net D/E Ratio



Sources: Company data, Thanachart estimates

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	1,959	1,635	1,804	1,979	2,156	2,339	2,520	2,705	2,907	3,123	3,349	3,590	—
Free cash flow	829	1,727	1,783	2,218	2,271	2,232	2,101	2,294	2,495	2,711	2,934	3,170	59,331
PV of free cash flow	826	1,521	1,474	1,692	1,619	1,487	1,308	1,335	1,357	1,321	1,330	1,338	25,040
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.0												
WACC (%)	6.6												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	45,566												
Net debt (end 2021)	8,584												
Minority interest	471												
Equity value ^{1/}	36,512												
# of shares (m)	849												
Equity value / share (Bt)	43.00												

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: ^{1/} Including the Bt3.3bn value of three land plots in Ratchaburi, Surat Thani (Samui) and Rangsit, Pathum Thani

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ธนบุรี เฮลท์แคร์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ก่อตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 13 สิงหาคม 1976 โดยครอบครัววานสินซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท THG ดำเนินการบริหารธุรกิจ 3 กลุ่ม ได้แก่ 1) ธุรกิจให้บริการทางการแพทย์ (ได้แก่ โรงพยาบาลเอกชน, ดำเนินการบริหารโรงพยาบาลของรัฐ และให้บริการศูนย์ฟื้นฟูผู้ป่วย), 2) ธุรกิจ Healthcare Solution Provider (ให้บริการดูแล รักษาทางการแพทย์ถึงบ้านแบบองค์รวม แก่ผู้ป่วยที่ไม่สามารถช่วยเหลือตนเองได้ ผู้สูงอายุ ผู้ป่วยโรคเรื้อรัง และจำหน่ายผลิตภัณฑ์ เครื่องมือ และอุปกรณ์ทันตกรรม), และ 3) ธุรกิจอื่นๆ เช่น บริษัท โมดูลล่าซอฟต์แวร์อิเล็กทรอนิกส์ จำกัด

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- “ธนบุรี” เป็นแบรนด์ที่มีชื่อเสียงอย่างมากในไทยมานานกว่า 40 ปี
- เจ้าของและผู้บริหารของบริษัทฯ มีความสัมพันธ์กับแพทย์และอาจารย์มหาวิทยาลัยมหิดล และโรงพยาบาลศิริราช
- ให้บริการด้านสุขภาพแบบครบวงจร

O — Opportunity

- ไทย จีน และ CLMV มีสถานพยาบาลไม่มาก และความต้องการด้านการดูแลสุขภาพเพิ่มขึ้นทั้งในไทย จีน และ CLMV
- โครงสร้างพื้นฐานด้านการดูแลสุขภาพที่ไม่ดีใน CLMV ขณะที่มีความต้องการด้านการดูแลสุขภาพเพิ่มขึ้นไปพร้อมกับเศรษฐกิจที่ดีขึ้น และการเปลี่ยนแปลงของด้านประชากรศาสตร์
- จำนวนผู้ป่วยจากประเทศเพื่อนบ้านที่เพิ่มขึ้น
- การระบาดของโควิด-19

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	40.45	43.00	6%
Net profit 22F (Bt m)	639	940	47%
Net profit 23F (Bt m)	574	639	11%
Consensus REC	BUY: 0	HOLD: 3	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรและราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อการบริการโควิด และฐานะทางการเงินและกระแสเงินสดที่ดีขึ้น

COMPANY RATING



Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- มีฐานผู้ป่วยที่ไม่หลากหลาย เนื่องจาก THG ยังคงมุ่งเน้นไปที่ผู้ป่วยเงินสดในตลาดระดับกลางถึงระดับสูง

T — Threat

- การแข่งขันจากโรงพยาบาลเอกชนรายอื่น คลินิกพิเศษของโรงพยาบาลรัฐ และโรงพยาบาลศิริราช ปิยมหาราชการุณย์
- ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบ
- การแพร่ระบาดของโควิด-19

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากจำนวนผู้ป่วยเงินสดในโรงพยาบาลของ THG ในประเทศไทยหรือรายได้จากธุรกิจโรงพยาบาลที่มีอยู่ปัจจุบัน และโรงพยาบาลใหม่ หรือศูนย์เฉพาะทางสูงกว่าที่เราคาดไว้ จะส่งผลให้เกิดความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากส่วนแบ่งกำไรจากโรงพยาบาลในเครือในไทยและพม่าสูงกว่าที่เราคาดไว้ จะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- ถ้าจำนวนการขายห้องของโครงการ senior home care สูงกว่าที่เราคาดไว้ จะทำให้มีความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Core operation's
earnings rebound

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	7,315	10,847	10,304	9,418	10,659
Cost of sales	5,748	7,406	7,498	6,848	7,711
Gross profit	1,567	3,442	2,807	2,570	2,948
% gross margin	21.4%	31.7%	27.2%	27.3%	27.7%
Selling & administration expenses	1,405	1,566	1,627	1,775	2,016
Operating profit	162	1,876	1,179	795	932
% operating margin	2.2%	17.3%	11.4%	8.4%	8.7%
Depreciation & amortization	827	944	960	1,021	1,053
EBITDA	989	2,820	2,139	1,815	1,985
% EBITDA margin	13.5%	26.0%	20.8%	19.3%	18.6%
Non-operating income	112	163	166	170	173
Non-operating expenses	(6)	(6)	(3)	(3)	(3)
Interest expense	(281)	(299)	(279)	(309)	(292)
Pre-tax profit	(12)	1,735	1,063	652	811
Income tax	93	377	213	130	162
After-tax profit	(106)	1,358	850	522	649
% net margin	-1.4%	12.5%	8.3%	5.5%	6.1%
Shares in affiliates' Earnings	35	31	76	117	137
Minority interests	40	(19)	14	0	(9)
Extraordinary items	94	(32)	0	0	0
NET PROFIT	62	1,337	940	639	777
Normalized profit	(32)	1,369	940	639	777
EPS (Bt)	0.1	1.6	1.1	0.8	0.9
Normalized EPS (Bt)	(0.0)	1.6	1.1	0.8	0.9

BALANCE SHEET

Still has more new
projects in the pipeline in
2022-24

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	4,892	7,018	5,287	4,097	3,717
Cash & cash equivalent	496	1,482	570	570	570
Account receivables	1,351	3,183	2,823	2,064	2,044
Inventories	2,880	2,257	1,746	1,313	951
Others	166	96	148	150	152
Investments & loans	1,365	1,450	2,199	2,199	2,199
Net fixed assets	10,615	11,660	11,211	11,286	10,954
Other assets	3,408	3,670	3,535	3,400	3,268
Total assets	20,280	23,799	22,232	20,983	20,137
LIABILITIES:					
Current liabilities:	5,043	8,734	5,228	4,591	4,105
Account payables	1,097	2,813	1,849	1,501	1,479
Bank overdraft & ST loans	2,862	3,976	2,327	2,099	1,759
Current LT debt	958	1,630	814	735	616
Others current liabilities	126	316	238	256	251
Total LT debt	5,905	4,461	4,615	4,163	3,489
Others LT liabilities	1,001	986	2,608	2,374	2,286
Total liabilities	11,949	14,181	12,452	11,128	9,880
Minority interest	436	471	457	457	465
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	849	849	849	849	849
Share premium	6,861	6,868	6,868	6,868	6,868
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(789)	(655)	(655)	(655)	(655)
Retained earnings	974	2,086	2,262	2,337	2,730
Shareholders' equity	7,895	9,147	9,323	9,398	9,792
Liabilities & equity	20,280	23,799	22,232	20,983	20,137

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

Improving cash flow from operations

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(12)	1,735	1,063	652	811
Tax paid	(156)	(169)	(321)	(95)	(169)
Depreciation & amortization	827	944	960	1,021	1,053
Chg In working capital	(614)	506	(93)	844	360
Chg In other CA & CL / minorities	19	99	73	97	137
Cash flow from operations	63	3,114	1,683	2,519	2,192
Capex	(1,163)	(1,774)	(291)	(875)	(500)
Right of use	(2,515)	(9)	0	0	0
ST loans & investments	66	0	(50)	0	0
LT loans & investments	1,122	(85)	(749)	0	0
Adj for asset revaluation	(104)	134	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	1,952	(519)	1,568	(320)	(176)
Cash flow from investments	(643)	(2,252)	478	(1,195)	(676)
Debt financing	695	345	(2,309)	(760)	(1,133)
Capital increase	0	6	0	0	0
Dividends paid	(255)	(252)	(764)	(564)	(383)
Warrants & other surplus	(104)	26	0	0	0
Cash flow from financing	336	125	(3,073)	(1,324)	(1,516)
Free cash flow	(1,100)	1,340	1,392	1,644	1,692

VALUATION

Expensive valuation, in our view

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	56.1	81.7	120.3	98.9
Normalized PE - at target price (x)	na	26.7	38.8	57.1	47.0
PE (x)	1,236.9	57.5	81.7	120.3	98.9
PE - at target price (x)	587.7	27.3	38.8	57.1	47.0
EV/EBITDA (x)	87.0	30.3	39.3	45.9	41.4
EV/EBITDA - at target price (x)	46.3	16.0	20.4	23.7	21.1
P/BV (x)	9.7	8.4	8.2	8.2	7.8
P/BV - at target price (x)	4.6	4.0	3.9	3.9	3.7
P/CFO (x)	1,210.2	24.7	45.7	30.5	35.1
Price/sales (x)	10.5	7.1	7.4	8.1	7.2
Dividend yield (%)	0.3	1.0	0.7	0.5	0.6
FCF Yield (%)	(1.4)	1.7	1.8	2.1	2.2
(Bt)					
Normalized EPS	(0.0)	1.6	1.1	0.8	0.9
EPS	0.1	1.6	1.1	0.8	0.9
DPS	0.3	0.9	0.7	0.5	0.5
BV/share	9.3	10.8	11.0	11.1	11.5
CFO/share	0.1	3.7	2.0	3.0	2.6
FCF/share	(1.3)	1.6	1.6	1.9	2.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(11.1)	48.3	(5.0)	(8.6)	13.2
Net profit (%)	(86.6)	2,052.7	(29.7)	(32.0)	21.6
EPS (%)	(86.6)	2,052.7	(29.7)	(32.0)	21.6
Normalized profit (%)	na	na	(31.3)	(32.0)	21.6
Normalized EPS (%)	na	na	(31.3)	(32.0)	21.6
Dividend payout ratio (%)	410.0	57.1	60.0	60.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	21.4	31.7	27.2	27.3	27.7
Operating margin (%)	2.2	17.3	11.4	8.4	8.7
EBITDA margin (%)	13.5	26.0	20.8	19.3	18.6
Net margin (%)	(1.4)	12.5	8.3	5.5	6.1
D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.0	0.8	0.7	0.6
Net D/E (incl. minor) (x)	1.1	0.9	0.7	0.7	0.5
Interest coverage - EBIT (x)	0.6	6.3	4.2	2.6	3.2
Interest coverage - EBITDA (x)	3.5	9.4	7.7	5.9	6.8
ROA - using norm profit (%)	na	6.2	4.1	3.0	3.8
ROE - using norm profit (%)	na	16.1	10.2	6.8	8.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	15.9	9.2	5.6	6.8
- asset turnover (x)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.5
- operating margin (%)	na	18.7	13.0	10.2	10.3
- leverage (x)	2.5	2.6	2.5	2.3	2.1
- interest burden (%)	(4.6)	85.3	79.2	67.9	73.5
- tax burden (%)	na	78.3	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
ROIC (%)	1.0	8.6	5.3	3.9	4.7
NOPAT (Bt m)	162	1,468	943	636	746
invested capital (Bt m)	17,125	17,731	16,510	15,825	15,086

Sources: Company data, Thanachart estimates

Improving financial
status

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 , S5016C2206A , 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 ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

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

บริษัท ทุนธนชาติ 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 ทุนธนชาติ 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 มีการรวมการร่วมกันได้แก่ นางอัครวิณี ไตรลั่นคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิเปเมนท์ 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 หวังมิ่งมาศ 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