

HOLD (From: BUY)

Change in Recommendation

TP: Bt 35.00

Downside : 0.7%

(From: Bt36.00)

24 MAY 2022

Small Cap Research

Rajthanee Hospital Pcl. (RJH TB)

ผู้ป่วยเงินสดฟื้นตัวช้า

แม้ RJH จะมีผลการดำเนินงานที่ดีด้วยบริการโควิด แต่เราเห็นแนวโน้มการฟื้นตัวที่อ่อนแอของผู้ป่วยโรคทั่วไปเงินสด และด้วยมีข้อขายที่ระดับที่เติมมูลค่าแล้วที่ 31.6/25.3 เท่า PE ไม่รวมรายได้โควิด ในปี 2022-23F เราจึงปรับลดคำแนะนำ RJH เป็น “ถือ” ราคาเป้าหมาย 35.0 บาท

ปรับลดคำแนะนำ RJH เป็น “ถือ”

RJH รายงานผลการดำเนินงาน 1Q22 แข็งแกร่งที่ 473 ลบ. เพิ่มขึ้น 343% y-y และ 67% q-q สูงกว่าคาด เนื่องจากรายได้จากบริการโควิดและอัตราค่าไถ่ที่สูงกว่าคาด เราจึงปรับเพิ่มกำไรขึ้น 26% ในปีนี้ เพื่อสะท้อนรายได้จากบริการโควิดที่สูงกว่าคาด อย่างไรก็ตาม เราปรับลดกำไรของเรากล 4% ในปี 2023-24F เพื่อสะท้อนการเติบโตที่ชะลอตัวของผู้ป่วยเงินสด ราคาเป้าหมายของเราถูกปรับลงเหลือ 35.0 บาท จาก 36.0 บาท ซึ่งมี upside ที่จำกัด RJH ข้อขายที่ 10.8/24.2 เท่า PE ในปี 2022-23F และ 31.6/25.3 เท่า PE ไม่รวมรายได้โควิด เทียบกับ PE ก่อนเกิดโควิด-19 ที่ 22.5 เท่า ในปี 2019 เราคิดว่า RJH ข้อขายที่ระดับที่เหมาะสมแล้ว เราปรับลดคำแนะนำ RJH เป็น “ถือ” จาก “ซื้อ”

บริการโควิดแข็งแกร่ง

RJH เป็นโรงพยาบาลเอกชนที่ใหญ่ที่สุดในจังหวัดอยุธยา ดังนั้นจึงได้ประโยชน์อย่างมากจากสถานการณ์โควิด โดยมีกำไรรายไตรมาสที่ 138/484/283/473 ลบ. ใน 2Q21-1Q22 เทียบกับระดับเฉลี่ยที่ 103 ลบ./ไตรมาส ในปีปกติในปี 2020 ในไตรมาสดังกล่าว จำนวนผู้ติดเชื้อในจังหวัดอยุธยาอยู่ที่ 27/271/72/276 รายต่อวัน เนื่องจากผู้ติดเชื้อยังคงสูงที่ 215 รายต่อวันในช่วง 1 เมษายนถึง 19 พฤษภาคม เราจึงคาดว่า RJH จะยังคงรายงานกำไรที่แข็งแกร่งใน 2Q22F แต่สำหรับ q-q น่าจะลดลงเนื่องจากอัตราค่าชดเชยสำหรับบริการโควิดภายใต้โครงการ UCEP ที่ลดลงเหลือ 12,000 บาท/ราย/เจ็ดวัน ตั้งแต่วันที่ 1 มีนาคม 2022 จาก 2,500-3,000 บาท/ราย/วัน ในช่วงต้นของไตรมาสแรก

ผู้ป่วยเงินสดฟื้นตัวช้า

ผู้ป่วยเงินสดของ RJH เติบโตขึ้น 6% y-y ใน 1Q22 การเติบโต y-y ยังคงมีแนวโน้มชะลอตัวต่อเนื่องไป 2Q22 ขณะที่ผู้ป่วยนอกในเดือนเมษายนและพฤษภาคมทรงตัว y-y แต่ผู้ป่วยในลดลงเล็กน้อย y-y จำนวนผู้ป่วยโรคทั่วไปไปเงินสดที่อ่อนแอได้รับผลกระทบจากการระบาดใหญ่ของโควิด-19 และการชะลอตัวของเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม ด้วยผู้ติดเชื้อโอมิครอนที่ลดลง เราคาดว่าผู้ป่วยโรคทั่วไปเงินสดจะดีขึ้นใน 2H22 เราคาดว่าผู้ป่วยโรคทั่วไปเงินสดจะเติบโต 4/10/7% ในปี 2022-24F เทียบกับ -11/-3% ในปี 2020-21

สองโครงการใหม่

RJH มีจำนวนเตียงจดทะเบียนที่ 353 เตียงในโรงพยาบาล 2 แห่ง โดยมีจำนวนเตียงที่ให้บริการในปัจจุบันที่ 292 เตียง บริษัท มีแผนเพิ่มเตียง 238 เตียง (81.5% ของเตียงที่ใช้งานอยู่ในปัจจุบัน) จาก 2 โรงพยาบาล ได้แก่ ราชธานีหนองแค 138 เตียง ในจังหวัดสระบุรี และโรงพยาบาล 100 เตียงในบ่อวิน จังหวัดชลบุรี โครงการหนองแคได้เริ่มก่อสร้างแล้ว และจะเปิดในต้นปี 2024 ขณะที่โครงการบ่อวินรอการอนุมัติ EIA โดยมีกำหนดเปิดให้บริการในปี 2025 โรงพยาบาลทั้งสองแห่งจะให้บริการผู้ป่วยเงินสดและประกันสังคม เราคาดว่าโรงพยาบาลทั้งสองแห่งนี้จะขาดทุนในช่วงปีแรกของการดำเนินงาน



SIRIPORN ARUNOTHAI

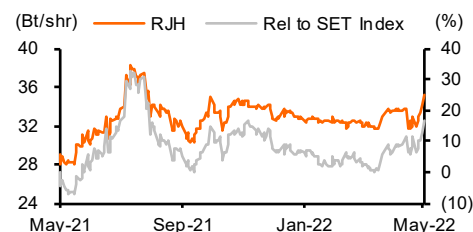
662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	3,118	3,212	2,096	2,452
Net profit	1,012	983	437	469
Consensus NP	—	814	447	449
Diff frm cons (%)	—	20.8	(2.2)	4.6
Norm profit	1,012	983	437	469
Prev. Norm profit	—	778	455	487
Chg frm prev (%)	—	26.3	(3.9)	(3.8)
Norm EPS (Bt)	3.4	3.3	1.5	1.6
Norm EPS grw (%)	172.6	(2.8)	(55.5)	7.2
Norm PE (x)	10.4	10.8	24.2	22.6
EV/EBITDA (x)	7.9	8.0	15.9	15.7
P/BV (x)	5.4	4.9	5.2	4.9
Div yield (%)	7.7	7.4	3.1	3.3
ROE (%)	58.6	48.0	21.0	22.5
Net D/E (%)	29.3	24.8	31.0	37.0

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 24-May-22 (Bt)	35.25
Market Cap (US\$ m)	309.7
Listed Shares (m shares)	300.0
Free Float (%)	57.6
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.5
12M Price H/L (Bt)	38.25/28.00
Sector	Health Care
Major Shareholder	Prasithirun family 22.92%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
OPD patients (people)					
- New	273,077	267,100	277,784	305,562	363,452
- Old			293,810	314,377	363,452
- Change (%)			(5.5)	(2.8)	-
IPD patients (people)					
- New	11,023	9,047	10,133	11,653	14,034
- Old			10,920	12,230	14,425
- Change (%)			(7.2)	(4.7)	(2.7)
Revenue from Covid-19 services (Bt m)					
- New		1,344	1,389	47	35
- Old			1,037	62	46
- Change (%)			33.8	(24.4)	(24.4)
Gross margin (%)					
- New	32.0	46.0	43.7	33.1	29.9
- Old			38.7	33.0	29.9
- Change (pp)			5.0	0.1	(0.0)
SG&A to sales (%)					
- New	8.8	5.9	5.6	8.1	8.0
- Old			6.6	8.5	8.5
- Change (pp)			(1.0)	(0.5)	(0.5)
Normalized profit (Bt m)					
- New	371	1,012	983	437	469
- Old			778	455	487
- Change (%)			26.3	(3.9)	(3.8)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: 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	1,397	703	724	756	847	914	991	1,079	1,170	1,267	1,377	1,512	—
Free cash flow	924	543	188	562	653	711	766	832	905	984	1,069	676	12,689
PV of free cash flow	922	485	159	430	467	475	479	486	495	480	486	286	5,365
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	0.6												
WACC (%)	5.8												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	11,014												
Net debt (end-2021)	575												
Minority interest	9												
Equity value	10,429												
# of shares (m)	300												
Equity value / share (Bt)	35.00												

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 3: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	Market Cap (US\$ m)	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
				22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
Ramsay Healthcare	RHC AU	Australia	12,607	(26.1)	73.2	54.5	31.5	4.4	4.1	13.7	11.2	1.4	2.0
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	6,756	3.5	6.3	8.6	8.1	1.0	0.9	7.0	6.7	2.3	2.3
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	1,389	57.8	23.7	8.9	7.2	1.5	1.3	7.6	6.2	3.4	4.1
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	6,731	498.0	28.0	56.5	44.2	9.2	7.8	24.2	20.6	0.3	0.3
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	2,389	na	42.6	50.0	35.0	2.8	2.6	18.6	16.7	0.0	0.0
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	899	177.3	33.3	27.6	20.7	1.7	1.7	11.3	10.2	1.9	2.4
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	12,816	(7.9)	13.4	34.4	30.3	2.3	2.1	15.2	14.1	1.0	1.1
Ryman	RYM NZ	New Zealand	3,177	na	23.6	21.6	17.5	1.5	1.3	20.3	15.5	2.0	2.3
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	1,540	(15.7)	7.9	30.0	27.8	2.2	2.1	14.6	13.9	2.2	2.1
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	1,373	(46.7)	(50.9)	12.8	26.1	3.3	3.2	8.3	13.6	3.9	1.9
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	12,333	16.0	15.3	45.8	39.7	4.8	4.6	27.8	24.7	1.2	1.4
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	4,015	127.3	27.8	47.3	37.0	7.8	7.7	29.5	23.7	2.1	2.7
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	1,140	(58.4)	(18.8)	22.3	27.4	5.1	4.9	15.6	18.4	3.1	2.6
Ladprao General Hospital *	LPH TB	Thailand	124	(49.9)	(17.6)	18.3	22.2	2.4	2.4	10.1	11.9	4.1	3.4
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	350	35.2	17.9	35.5	30.1	2.7	2.5	15.6	13.6	1.3	1.5
Rajthanee Hospital *	RJH TB	Thailand	310	(2.8)	(55.5)	10.8	24.2	4.9	5.2	8.0	15.9	7.4	3.1
Ratchaphruek Hospital *	RPH TB	Thailand	116	(26.2)	(52.4)	13.3	27.9	2.2	2.2	8.1	13.8	4.5	2.7
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	1,638	(31.3)	(32.0)	59.6	87.7	6.0	6.0	29.6	34.4	1.0	0.7
Average				40.6	4.8	31.0	30.3	3.7	3.5	15.8	15.8	2.4	2.0

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 24-May-2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. โรงพยาบาลราชธานี (RJH) ดำเนินการบริหารโรงพยาบาลเอกชน ด้วยมีจำนวนเตียงที่ใช้จริง 292 เตียง ภายใต้แบรนด์ "ราชธานี" ในจังหวัด พระนครศรีอยุธยา บริษัท ก่อตั้งขึ้นในปี 1992 บริษัท ยังได้เข้าถือหุ้น 52% ในโรงพยาบาลราชธานีโรนะ (RRH) ในปี 2014 ปัจจุบัน RJH ให้บริการรักษาพยาบาลแก่ผู้ป่วยเงินสด และผู้ป่วยภายใต้โครงการ ประกันสังคม RJH มีความเชี่ยวชาญในการดูแลผู้ป่วยฉุกเฉิน ผู้ป่วยเด็ก และศัลยกรรมกระดูก ปัจจุบัน RJH ได้เข้าถือหุ้นใน RRH คิดเป็นสัดส่วนที่ 98%

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- โรงพยาบาลเอกชนที่ใหญ่ที่สุดในจังหวัดอยุธยา ด้วยมีประสบการณ์ และแบรนด์ที่มีชื่อเสียงเป็นที่รู้จัก
- โรงพยาบาลของ RJH ตั้งอยู่ในทำเลที่ดี (ในชุมชน โรงงาน และนิคมอุตสาหกรรม)

O — Opportunity

- มีโรงพยาบาลและสถานพยาบาลของรัฐที่จำกัดในประเทศไทย
- การขยายขีดความสามารถในการรองรับความต้องการด้านการดูแลสุขภาพที่เพิ่มขึ้นในอนาคต
- การเพิ่มขึ้นของผู้ป่วยจากประเทศเพื่อนบ้าน
- การระบาดของโควิด 19

CONSENSUS COMPARISON

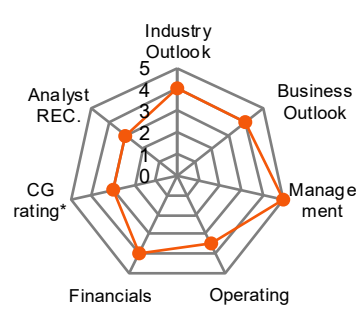
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	37.20	35.00	-6%
Net profit 22F (Bt m)	814	983	21%
Net profit 23F (Bt m)	447	437	-2%
Consensus REC	BUY: 4	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ถ้าในปี 2023F และราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาดเล็กน้อย เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของผู้ป่วยโรค ทั่วไปเงินสด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

Rating Scale

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

W — Weakness

- มีการกระจายฐานลูกค้าที่จำกัด เนื่องจาก RJH ยังคงเน้นตลาดผู้มี รายได้น้อยถึงปานกลาง

T — Threat

- เครือข่ายโรงพยาบาลขนาดใหญ่ที่เติบโตอย่าง BDMS ซึ่งกำลังเข้ามายังตลาดระดับกลาง
- การแข่งขันที่เพิ่มขึ้นจากคู่แข่งโรงพยาบาลในจังหวัดอยุธยา
- ความเสี่ยงจากนโยบายของภาครัฐ
- การระบาดของโควิด 19

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากกลยุทธ์ในการผลักดันรายได้จากธุรกิจผู้ป่วยเงินสดของ RJH เป็นไปไม่เป็นไปตามคาด จะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- จากแผนการเปิดโรงพยาบาลใหม่ของ RJH หากโรงพยาบาลใหม่ทำกำไรได้เร็ว/ช้ากว่าที่เราคาดไว้ในปัจจุบัน หรือมีการแข่งขันน้อย/มากขึ้นจากโรงพยาบาลเอกชนที่มีอยู่ หรือมีผู้เข้ามาใหม่ในตลาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากอัตราการจ่ายเงินชดเชยสำหรับ Adjusted Relative Weight (RW) ภายใต้โครงการประกันสังคมเพิ่มขึ้น/ลดลงในอนาคต จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

2023F revenue hit by
falling revenue from
COVID services

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	1,855	3,118	3,212	2,096	2,452
Cost of sales	1,262	1,684	1,808	1,402	1,719
Gross profit	594	1,434	1,404	694	733
% gross margin	32.0%	46.0%	43.7%	33.1%	29.9%
Selling & administration expenses	163	183	181	169	197
Operating profit	431	1,250	1,223	526	536
% operating margin	23.2%	40.1%	38.1%	25.1%	21.9%
Depreciation & amortization	109	163	175	178	188
EBITDA	539	1,413	1,397	703	724
% EBITDA margin	29.1%	45.3%	43.5%	33.5%	29.5%
Non-operating income	23	27	36	38	39
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(0)	(6)	(19)	(10)	(13)
Pre-tax profit	453	1,271	1,240	553	562
Income tax	81	255	249	111	101
After-tax profit	372	1,016	991	442	461
% net margin	20.1%	32.6%	30.9%	21.1%	18.8%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	(1)	(4)	(8)	(5)	8
Extraordinary items	41	0	0	0	0
NET PROFIT	412	1,012	983	437	469
Normalized profit	371	1,012	983	437	469
EPS (Bt)	1.4	3.4	3.3	1.5	1.6
Normalized EPS (Bt)	1.2	3.4	3.3	1.5	1.6

BALANCE SHEET

Two new hospitals are
planned in 2024-25

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	441	1,203	1,000	563	653
Cash & cash equivalent	58	175	50	50	50
Account receivables	343	965	880	459	537
Inventories	36	60	64	50	61
Others	4	4	6	4	5
Investments & loans	0	566	626	626	626
Net fixed assets	1,272	1,428	1,509	1,784	2,050
Other assets	187	155	163	171	180
Total assets	1,899	3,352	3,298	3,144	3,508
LIABILITIES:					
Current liabilities:	340	1,298	1,045	1,045	1,277
Account payables	241	378	347	269	330
Bank overdraft & ST loans	70	750	586	682	850
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	29	169	112	94	98
Total LT debt	0	0	0	0	0
Others LT liabilities	57	89	95	62	72
Total liabilities	398	1,387	1,140	1,107	1,349
Minority interest	5	9	17	17	9
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	300	300	300	300	300
Share premium	1,093	1,093	1,093	1,093	1,093
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(354)	(240)	(240)	(240)	(240)
Retained earnings	457	802	987	867	996
Shareholders' equity	1,496	1,955	2,140	2,020	2,150
Liabilities & equity	1,899	3,352	3,298	3,144	3,508

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

Strong cash flow

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	453	1,271	1,240	553	562
Tax paid	(80)	(114)	(306)	(129)	(97)
Depreciation & amortization	109	163	175	178	188
Chg In working capital	9	(509)	49	357	(28)
Chg In other CA & CL / minorities	5	(1)	(7)	(13)	(14)
Cash flow from operations	496	810	1,151	945	610
Capex	(411)	(315)	(253)	(450)	(450)
Right of use	(1)	0	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	10	(566)	(60)	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(16)	59	(1)	(34)	12
Cash flow from investments	(419)	(821)	(313)	(484)	(438)
Debt financing	70	680	(164)	96	167
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(315)	(643)	(798)	(557)	(340)
Warrants & other surplus	3	91	0	0	0
Cash flow from financing	(243)	127	(962)	(461)	(172)
Free cash flow	85	495	898	495	160

VALUATION

Trading at fair value, in our view

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	28.5	10.4	10.8	24.2	22.6
Normalized PE - at target price (x)	28.3	10.4	10.7	24.0	22.4
PE (x)	25.6	10.4	10.8	24.2	22.6
PE - at target price (x)	25.5	10.4	10.7	24.0	22.4
EV/EBITDA (x)	19.6	7.9	8.0	15.9	15.7
EV/EBITDA - at target price (x)	19.5	7.8	7.9	15.8	15.6
P/BV (x)	7.1	5.4	4.9	5.2	4.9
P/BV - at target price (x)	7.0	5.4	4.9	5.2	4.9
P/CFO (x)	21.3	13.1	9.2	11.2	17.3
Price/sales (x)	5.7	3.4	3.3	5.0	4.3
Dividend yield (%)	2.8	7.7	7.4	3.1	3.3
FCF Yield (%)	0.8	4.7	8.5	4.7	1.5
(Bt)					
Normalized EPS	1.2	3.4	3.3	1.5	1.6
EPS	1.4	3.4	3.3	1.5	1.6
DPS	1.0	2.7	2.6	1.1	1.2
BV/share	5.0	6.5	7.1	6.7	7.2
CFO/share	1.7	2.7	3.8	3.2	2.0
FCF/share	0.3	1.7	3.0	1.7	0.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

Core operation, excluding
COVID services, remains
strong

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	4.8	68.0	3.0	(34.7)	17.0
Net profit (%)	4.2	145.3	(2.8)	(55.5)	7.2
EPS (%)	4.2	145.3	(2.8)	(55.5)	7.2
Normalized profit (%)	17.2	172.6	(2.8)	(55.5)	7.2
Normalized EPS (%)	17.2	172.6	(2.8)	(55.5)	7.2
Dividend payout ratio (%)	72.7	80.0	80.0	75.0	75.0
Operating performance					
Gross margin (%)	32.0	46.0	43.7	33.1	29.9
Operating margin (%)	23.2	40.1	38.1	25.1	21.9
EBITDA margin (%)	29.1	45.3	43.5	33.5	29.5
Net margin (%)	20.1	32.6	30.9	21.1	18.8
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.4	0.3	0.3	0.4
Net D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.3	0.2	0.3	0.4
Interest coverage - EBIT (x)	na	211.3	65.4	51.0	40.0
Interest coverage - EBITDA (x)	na	238.8	74.7	68.2	54.0
ROA - using norm profit (%)	20.7	38.5	29.6	13.6	14.1
ROE - using norm profit (%)	25.7	58.6	48.0	21.0	22.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	25.8	58.9	48.4	21.3	22.1
- asset turnover (x)	1.0	1.2	1.0	0.7	0.7
- operating margin (%)	24.4	41.0	39.2	26.9	23.5
- leverage (x)	1.2	1.5	1.6	1.5	1.6
- interest burden (%)	99.9	99.5	98.5	98.2	97.7
- tax burden (%)	82.2	79.9	79.9	80.0	82.0
WACC (%)	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
ROIC (%)	30.2	66.3	38.6	15.7	16.6
NOPAT (Bt m)	354	999	977	420	440
invested capital (Bt m)	1,508	2,531	2,677	2,653	2,949

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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 78 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANP16C2205A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGR16C2205A, BLA16C2208A, BLA16C2205A, CBG16C2205A, CBG16C2207A, CHG16C2207A, COM716C2205A, COM716C2208A, COM716C2209A, CPF16C2205A, DOHO16C2207A, EA16C2205A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209A, GPSC16C2205A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2205A, GULF16C2207A, GUNK16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2205A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2206A, JMAR16C2205A, JMAR16C2206A, JMT16C2205A, JMT16C2207A, KBAN16C2206A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, KCE16C2208A, KCE16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MTC16C2209A, OR16C2205A, PTG16C2209A, PTT16C2205A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2205A, RCL16C2208A, RS16C2205A, S5016C2206A, S5016C2209A, S5016P2206A, S5016P2206B, S5016P2209A, SAWA16C2205A, SCB16C2208A, SPRC16C2209A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TRUE16C2205A, TRUE16C2205B, TTA16C2207A, TTA16C2208A (underlying securities are AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPF, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, RS, SET50, SAWAD, SCB, SPRC, SYNEX, TOP, TRUE, TTA). 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 มีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ 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 มีการรวมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกัน ได้แก่ นางอติวี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ 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 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 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
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, บ้านเทิ
ง
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 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