

BUY (Unchanged)
Change in Numbers

TP: Bt 4.80
Upside : 27.7%

(From: Bt 4.60)
8 JUNE 2022

Small Cap Research

Chularat Hospital Pcl (CHG TB)

มีมูลค่าไม่แพง

CHG เป็นโรงพยาบาลแห่งเดียวในกลุ่มโรงพยาบาลที่สามารถมีกำไรจากบริการโรคทั่วไปในช่วงโควิด และเราคาดว่าในปี 2023F จะเพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าจากระดับปี 2019 ดังนั้นการซื้อขายที่ PE ที่ 28.6 เท่า ในปี 2023F เทียบกับค่าเฉลี่ยก่อนเกิดโควิดที่ 38 เท่าจึงดูไม่เหมาะสม คงคำแนะนำ “ซื้อ”



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

ซื้อขายที่ระดับ PE ที่ไม่เหมาะสม

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” 1) CHG เป็นโรงพยาบาลแห่งเดียวในกลุ่มโรงพยาบาลที่สามารถมีกำไรจากบริการโรคทั่วไปในช่วงสองปีที่เกิดวิกฤตโควิด และเราคาดว่าปี 2023F จะมีกำไรจากการรักษาโรคทั่วไปเพิ่มเป็นสองเท่าของระดับในปี 2019 2) ปัจจัยผลักดันการเติบโตในอนาคตของ CHG มาจากทั้งการขยายขีดความสามารถในการให้บริการ และให้บริการที่มีมูลค่าสูงจากศูนย์เฉพาะทาง เราคาดว่า EBIT margin จะเพิ่มขึ้นจาก 16.7% ในปี 2019 เป็น 22.4% ในปี 2024F 3) ด้วยฐานกำไรและความสามารถในการทำกำไรที่สูงขึ้น เราเชื่อว่าการซื้อขายที่ PE ที่ 28.6 เท่า ในปี 2023F เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีก่อนโควิด ที่ 38 เท่า นั้นไม่เหมาะสม เราปรับประมาณการกำไรขึ้น 63% ในปี 2022F เพื่อสะท้อนรายได้โควิดที่แข็งแกร่ง แต่ปรับเพิ่มเล็กน้อยในปี 2023-24F เราปรับมาใช้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2023F ได้ราคาเป้าหมายที่ 4.8 บาท (จาก 4.6 บาท)

สามปัจจัยหนุนการเติบโต

CHG กำลังเติบโตจากการขยายขีดความสามารถในการให้บริการ บริการที่มีมูลค่าสูงผ่านศูนย์เฉพาะทางใหม่ และตั้งเป้าเพิ่มผู้ป่วยต่างชาติ จำนวนเตียงเพิ่มขึ้นจาก 599 เตียง ในปี 2017 เป็น 793 เตียง ในปี 2021 และเราคาดว่าอยู่ปี 1,024 เตียง ในปี 2023F ด้วยโรงพยาบาลใหม่มีผลขาดทุนในช่วงปีแรกของการดำเนินงาน การเติบโตจากการเพิ่มเตียงจึงน่าจะเห็นหลังปี 2023F Exhibit 5 แสดงการเพิ่มเตียงตั้งแต่ปี 2018 สำหรับศูนย์เฉพาะทาง CHG มีศูนย์หัวใจพร้อมศูนย์การบริบาลสามฉบับ และขยายไปสู่ศูนย์โรคหลอดเลือดสมอง และมะเร็ง CHG เริ่มให้ความสำคัญกับผู้ป่วยต่างชาติมากขึ้นตั้งแต่ก่อนเกิดโควิด เราคาดว่ารายได้ผู้ป่วยต่างชาติจะฟื้นตัวหลังโควิดลดลง โดยมีสัดส่วน 3% ของรายได้รวมในปี 2024F

รายได้จากโควิดช่วยหนุนการขยายธุรกิจ

CHG มีรายได้จากโควิด-19 จำนวนมาก โดยคาดว่าจะมีกำไรพิเศษรวมกันประมาณ 4.6 พันลบ. ในช่วงปี 2021-22F ซึ่งช่วยเสริมความแข็งแกร่งให้แก่ฐานะทางการเงิน และเป็นแหล่งเงินทุนสำหรับการขยายธุรกิจใหม่ ดังนั้น แม้จะมีแผนการขยายธุรกิจทั้งหมด เราคาดว่า CHG จะเป็นบริษัทที่อยู่ในสถานะเป็นเงินสดสุทธิ และมีอัตราผลตอบแทนจากกระแสเงินสดสูงขึ้นไป 4-5% จากปี 2023F ซึ่งอาจหมายความว่าบริษัท มีอัตราการจ่ายปันผลที่สูงขึ้น เนื่องจากการขยายธุรกิจอย่างต่อเนื่องในอดีต CHG จึงจ่ายปันผลราว 70-80% ของกำไรของบริษัท ในช่วงก่อนเกิดโควิด

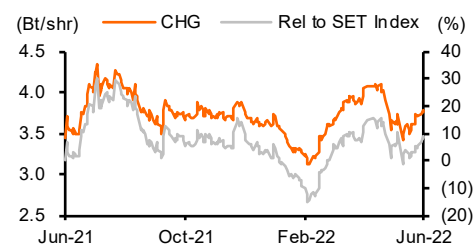
ผู้ป่วยโรคทั่วไปเงินสดฟื้นตัว

รายได้ผู้ป่วยโรคทั่วไปเงินสดของ CHG เพิ่มขึ้น 35% y-y ใน 1Q22 โดยได้แรงหนุนจากผู้ป่วยชาวไทยและชาวต่างชาติ ขณะที่ผู้ป่วยชาวไทยเติบโตต่อเนื่อง เนื่องจาก มีการให้บริการทางการแพทย์เฉพาะทางมากขึ้น และผู้ป่วยของโรงพยาบาลของรัฐและโรงพยาบาลระดับไฮเอนด์ที่หันมาใช้บริการกับ CHG มากขึ้น เราเห็นผู้ป่วยต่างชาติเริ่มกลับมาอย่างรวดเร็วใน 1Q22 และมีแนวโน้มต่อเนื่อง แม้ผู้ป่วยในตะวันออกกลางจะยังกลับมาไม่เต็มที่ แต่ CHG มีผู้ป่วยใหม่จากพม่าและกัมพูชา เราคาดว่ารายได้ผู้ป่วยโรคทั่วไปเงินสดจะเติบโต 22/20/10% ในปี 2022-24F และผู้ป่วยต่างชาติจะกลับสู่ระดับก่อนเกิดโควิดในปีหน้า จากราว 80% ของระดับปี 2019 ในปัจจุบัน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	11,742	9,566	7,608	8,250
Net profit	4,204	2,844	1,446	1,579
Consensus NP	—	2,244	1,432	1,516
Diff frm cons (%)	—	26.8	1.0	4.1
Norm profit	4,204	2,844	1,446	1,579
Prev. Norm profit	—	1,747	1,419	1,557
Chg frm prev (%)	—	62.8	1.9	1.4
Norm EPS (Bt)	0.4	0.3	0.1	0.1
Norm EPS grw (%)	379.6	(32.4)	(49.1)	9.1
Norm PE (x)	9.8	14.5	28.6	26.2
EV/EBITDA (x)	7.2	10.2	18.7	16.5
P/BV (x)	5.5	5.0	5.2	5.0
Div yield (%)	5.3	5.2	3.0	3.4
ROE (%)	72.5	36.0	17.8	19.4
Net D/E (%)	(29.9)	(34.5)	(39.2)	(41.5)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 8-Jun-22 (Bt)	3.76
Market Cap (US\$ m)	1,198.3
Listed Shares (m shares)	11,000.0
Free Float (%)	42.5
Avg Daily Turnover (US\$ m)	6.8
12M Price H/L (Bt)	4.34/3.12
Sector	Health Care
Major Shareholder	Plussind Family 23.79%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

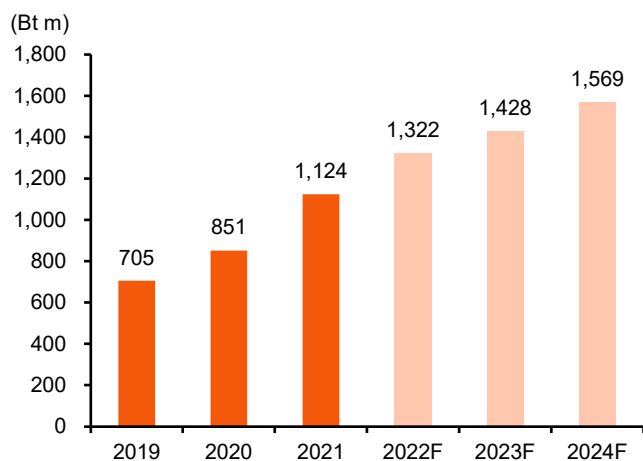
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Revenue from foreign patients (Bt m)					
- New	42	0	180	230	272
- Old			65	130	172
- Change (%)			177.4	77.5	58.1
Revenue from COVID-19 services (Bt m)					
- New	82	6,050	2,976	68	38
- Old			1,612	74	41
- Change (%)			84.7	(8.2)	(8.2)
Gross profit (%)					
- New	32.2	49.9	43.4	31.2	32.1
- Old			32.9	30.5	31.4
- Change (pp)			10.5	0.7	0.7
SG&A to sales (%)					
- New	12.4	7.0	8.1	9.9	9.7
- Old			9.3	10.7	10.5
- Change (pp)			(1.2)	(0.8)	(0.8)
Normalized profit (Bt m)					
- New	877	4,204	2,844	1,446	1,579
- Old			1,747	1,419	1,557
- Change (%)			62.8	1.9	1.4

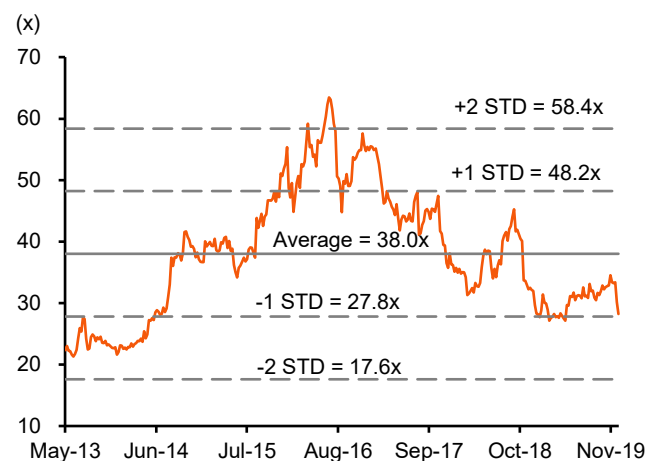
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Non-COVID Earnings



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: CHG's Pre-COVID Year Valuation



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 4: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	2,022	2,272	2,449	2,631	2,831	3,043	3,268	3,497	3,732	3,979	4,239	—
Free cash flow	1,907	1,749	1,764	1,787	1,950	2,121	2,301	2,486	2,675	2,874	3,084	68,085
PV of free cash flow	1,902	1,553	1,455	1,382	1,416	1,443	1,469	1,488	1,502	1,514	1,523	33,626
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.6											
WACC (%)	6.1											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value	50,273											
Net debt (end-2022F)	(2,973)											
Minority interest	367											
Equity value	52,879											
# of shares (m)	11,000											
Equity value / share (Bt)	4.80											

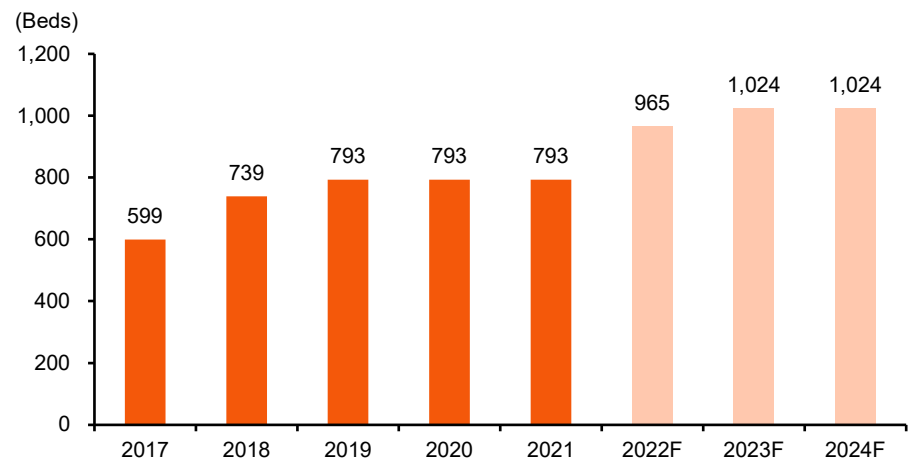
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Expansion Plans

Hospital	Existing IPD beds (30 May 2022)	Additional beds (in 2022-2026)	Opening schedule
Chularat 1 Suvarnabhumi	26	—	
Chularat 3 International	237	50*	▪ Not yet given a tentative date for its new capacity expansion
Chularat 5	26	—	
Chularat 9	139	—	
Chularat 11 International	141	—	
Chularat Cholvaej	56	—	
Chularat Rayong	50	100*	▪ Not yet given a tentative date for its new capacity expansion
Chularat 304 International	59	61	▪ 1st phase of 59 beds was opened in July 2018 ▪ 2nd phase of an additional 61 beds is due to open in late 2022
Chularat RPC	59	61	▪ 1st phase of 59 beds was opened in December 2018 ▪ 2nd phase of an additional 61 beds is due to open in late 2022
Chularat Mae Sot International	—	100	▪ 1st phase of 59 beds is due to open in early 2023 ▪ 2nd phase of an additional 41 beds is due to open in 2027
Shewarat Cancer Center	—	50	▪ Due to open in 4Q22
Chularat Phraeksa	—	100*	▪ Not yet given a tentative opening date for its new hospital
Total	793	522+	

Sources: Company data, Thanachart

Note: * Not yet factored into our model

Ex 6: # Of IPD Beds

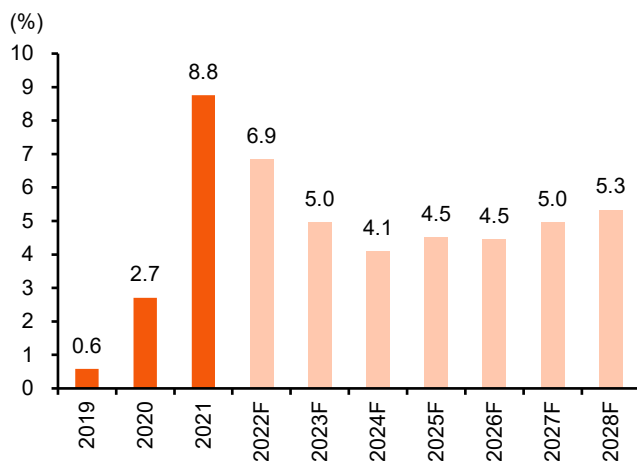
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Shewarat Cancer Center – Construction Progress

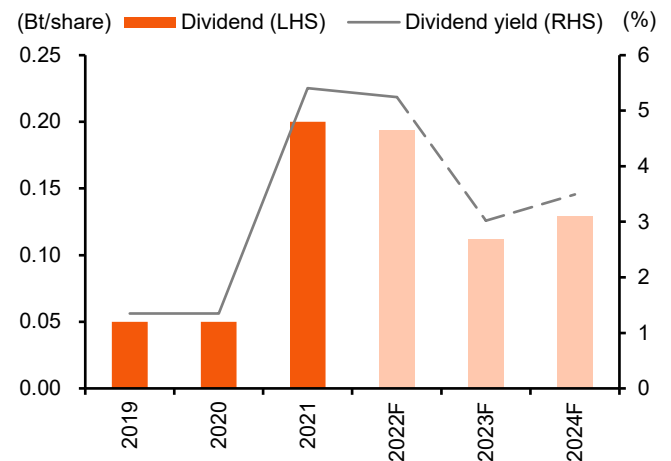
Source: Company data

Ex 8: Chularat Mae Sot

Source: Company data

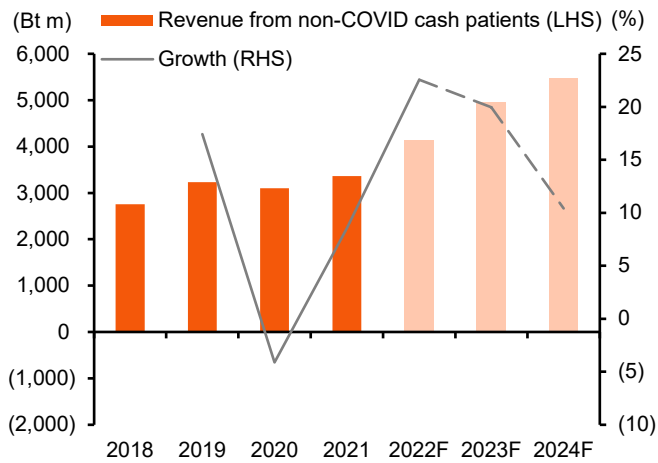
Ex 9: Free Cash Flow Yield

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Dividend Payment And Dividend Yield

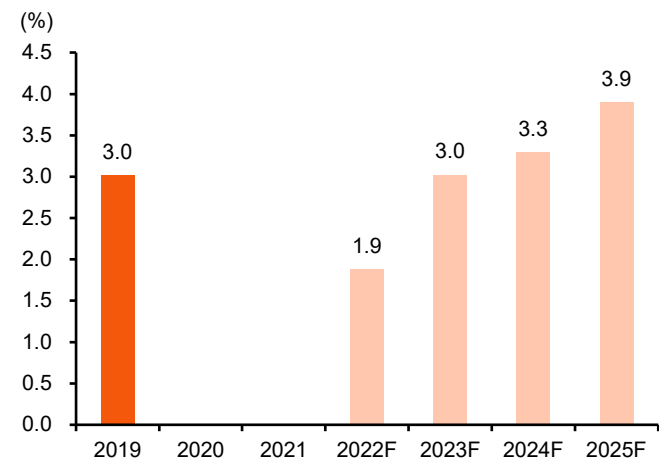
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: Revenue From Non-COVID Cash Patients



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: Revenue Contribution From Foreign Patients



Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 13: 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	12,658	(27.8)	75.8	55.2	31.4	4.4	4.1	13.7	11.2	1.4	2.0
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	7,198	3.1	3.0	9.8	9.5	na	na	9.4	9.1	3.1	3.2
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	1,423	55.8	22.2	9.2	7.6	1.6	1.4	7.7	6.4	3.3	4.0
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	6,732	(12.5)	21.3	56.7	46.7	9.3	7.9	24.2	21.8	0.3	0.3
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	2,334	(33.1)	29.2	48.9	37.9	2.7	2.7	18.0	17.1	0.0	0.0
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	875	152.1	30.0	29.5	22.7	1.7	1.6	12.2	11.1	1.7	2.0
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	13,080	(7.9)	14.0	35.1	30.8	2.3	2.2	15.5	14.4	1.1	1.1
Ryman	RYM NZ	New Zealand	3,012	na	23.6	20.4	16.5	1.4	1.2	19.6	14.9	2.1	2.4
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	1,578	(15.7)	7.9	30.8	28.5	2.2	2.2	15.0	14.3	2.1	2.1
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	1,394	(46.7)	(50.9)	13.2	26.8	3.4	3.3	8.5	14.0	3.8	1.9
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	11,511	16.0	15.3	43.2	37.4	4.6	4.3	26.2	23.3	1.3	1.5
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	4,053	127.3	27.8	48.3	37.8	8.0	7.8	30.2	24.2	2.1	2.6
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	1,198	(32.4)	(49.1)	14.5	28.6	5.0	5.2	10.2	18.7	5.2	3.0
Ladprao General Hospital *	LPH TB	Thailand	121	(49.9)	(17.6)	18.0	21.8	2.4	2.4	10.0	11.7	4.2	3.4
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	323	60.6	13.6	27.9	24.6	2.5	2.3	12.7	11.3	1.6	1.8
Rajthanee Hospital *	RJH TB	Thailand	298	(2.8)	(55.5)	10.5	23.5	4.8	5.1	7.7	15.5	7.7	3.2
Ratchaphruek Hospital *	RPH TB	Thailand	114	(26.2)	(52.4)	13.2	27.8	2.2	2.2	8.0	13.6	4.5	2.7
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	1,412	(31.3)	(32.0)	51.9	76.4	5.2	5.2	26.2	30.4	1.2	0.8
Average				7.6	1.4	29.8	29.8	3.7	3.6	15.3	15.7	2.6	2.1

Source: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 8 Jun 2022 closing prices

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
- การระบาดจากโควิด19

CONSENSUS COMPARISON

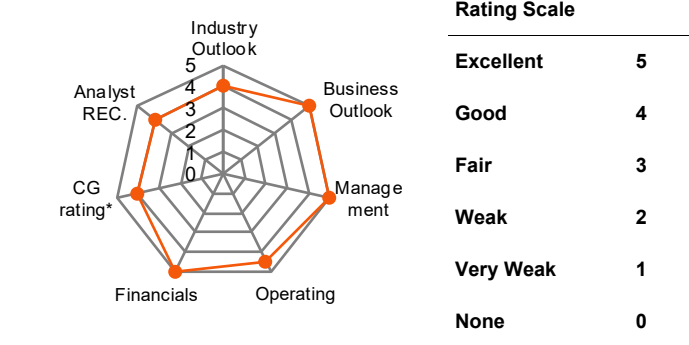
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	4.24	4.80	13%
Net profit 22F (Bt m)	2,244	2,844	27%
Net profit 23F (Bt m)	1,432	1,446	1%
Consensus REC	BUY: 11	HOLD: 7	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากกว่า ต่อการเติบโตในระยะยาวของ CHG และปรับมาใช้ฐานปี 2023F

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- มีการกระจายฐานลูกค้าที่จำกัด โดยยังคงเน้นตลาดระดับล่างถึงกลาง และตลาดระบบประกันสุขภาพของภาครัฐ

T — Threat

- เครือข่ายโรงพยาบาลขนาดใหญ่ที่เติบโตอย่าง BDMS ซึ่งกำลังเข้า มายังตลาดระดับกลาง
- ความเสี่ยงจากนโยบายของภาครัฐ การระบาดจากโควิด19

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากกลยุทธ์ในการผลักดันรายได้จากธุรกิจผู้ป่วยเงินสดของ CHG แย่ กว่าที่เราคาด จะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- หากอัตราการเบิกเงินคืนสำหรับ Adjusted Relative Weight (RW) ภายใต้โครงการประกันสังคมและประกันสุขภาพถ้วนหน้าลดลงใน อนาคต จะทำให้มีความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- เนื่องจากการขยายขีดความสามารถในการรองรับในช่วงหลายปี ข้างหน้า อาคารใหม่ของ CHG อาจทำให้ค่าเช่าสูงกว่าที่เราคาด
- 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	9,566	7,608	8,250
Cost of sales	3,685	5,882	5,416	5,233	5,602
Gross profit	1,748	5,860	4,150	2,375	2,648
% gross margin	32.2%	49.9%	43.4%	31.2%	32.1%
Selling & administration expenses	673	821	777	755	800
Operating profit	1,075	5,038	3,373	1,620	1,848
% operating margin	19.8%	42.9%	35.3%	21.3%	22.4%
Depreciation & amortization	370	371	392	417	437
EBITDA	1,445	5,409	3,765	2,036	2,285
% EBITDA margin	26.6%	46.1%	39.4%	26.8%	27.7%
Non-operating income	32	259	272	281	226
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(36)	(21)	(12)	(10)	(11)
Pre-tax profit	1,071	5,276	3,633	1,891	2,063
Income tax	219	1,009	694	369	402
After-tax profit	852	4,267	2,939	1,522	1,661
% net margin	15.7%	36.3%	30.7%	20.0%	20.1%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	24	(63)	(95)	(76)	(82)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	877	4,204	2,844	1,446	1,579
Normalized profit	877	4,204	2,844	1,446	1,579
EPS (Bt)	0.1	0.4	0.3	0.1	0.1
Normalized EPS (Bt)	0.1	0.4	0.3	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	5,839	5,616	6,107
Cash & cash equivalent	580	2,790	3,300	3,600	4,000
Account receivables	983	2,437	1,966	1,522	1,582
Inventories	179	295	267	251	261
Others	22	376	306	243	264
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	4,167	4,362	4,486	4,585	4,511
Other assets	271	291	239	193	192
Total assets	6,201	10,550	10,564	10,393	10,810
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,429	2,208	1,672	1,706	1,763
Account payables	570	842	816	789	844
Bank overdraft & ST loans	570	34	164	142	177
Current LT debt	136	97	41	36	44
Others current liabilities	153	1,235	651	740	697
Total LT debt	407	313	123	107	133
Others LT liabilities	171	187	156	126	125
Total liabilities	2,008	2,709	1,951	1,939	2,020
Minority interest	169	272	367	443	525
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	6,000	5,766	6,019
Shareholders' equity	4,024	7,569	8,246	8,012	8,265
Liabilities & equity	6,201	10,550	10,564	10,393	10,810

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

*COVID services
strengthen cash inflow
streams*

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	1,071	5,276	3,633	1,891	2,063
Tax paid	(193)	(376)	(1,041)	(363)	(415)
Depreciation & amortization	370	371	392	417	437
Chg In working capital	20	(1,298)	473	433	(15)
Chg In other CA & CL / minorities	20	136	(168)	146	(51)
Cash flow from operations	1,288	4,109	3,289	2,523	2,019
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)	10	6	(13)
Cash flow from investments	(250)	(570)	(495)	(499)	(364)
Debt financing	(426)	(669)	(117)	(43)	70
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(550)	(660)	(2,166)	(1,681)	(1,325)
Warrants & other surplus	(5)	0	0	0	0
Cash flow from financing	(980)	(1,329)	(2,284)	(1,724)	(1,255)
Free cash flow	1,103	3,563	2,789	2,023	1,669

VALUATION

*Inexpensive valuation, in
our view*

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	47.2	9.8	14.5	28.6	26.2
Normalized PE - at target price (x)	60.2	12.6	18.6	36.5	33.4
PE (x)	47.2	9.8	14.5	28.6	26.2
PE - at target price (x)	60.2	12.6	18.6	36.5	33.4
EV/EBITDA (x)	29.0	7.2	10.2	18.7	16.5
EV/EBITDA - at target price (x)	36.9	9.3	13.2	24.3	21.5
P/BV (x)	10.3	5.5	5.0	5.2	5.0
P/BV - at target price (x)	13.1	7.0	6.4	6.6	6.4
P/CFO (x)	32.1	10.1	12.6	16.4	20.5
Price/sales (x)	7.6	3.5	4.3	5.4	5.0
Dividend yield (%)	1.3	5.3	5.2	3.0	3.4
FCF Yield (%)	2.7	8.6	6.7	4.9	4.0
(Bt)					
Normalized EPS	0.1	0.4	0.3	0.1	0.1
EPS	0.1	0.4	0.3	0.1	0.1
DPS	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
BV/share	0.4	0.7	0.7	0.7	0.8
CFO/share	0.1	0.4	0.3	0.2	0.2
FCF/share	0.1	0.3	0.3	0.2	0.2

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	(18.5)	(20.5)	8.4
Net profit (%)	24.3	379.6	(32.4)	(49.1)	9.1
EPS (%)	24.3	379.6	(32.4)	(49.1)	9.1
Normalized profit (%)	24.3	379.6	(32.4)	(49.1)	9.1
Normalized EPS (%)	24.3	379.6	(32.4)	(49.1)	9.1
Dividend payout ratio (%)	62.7	52.3	75.0	85.0	90.0
Operating performance					
Gross margin (%)	32.2	49.9	43.4	31.2	32.1
Operating margin (%)	19.8	42.9	35.3	21.3	22.4
EBITDA margin (%)	26.6	46.1	39.4	26.8	27.7
Net margin (%)	15.7	36.3	30.7	20.0	20.1
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	276.9	157.1	169.1
Interest coverage - EBITDA (x)	40.5	253.0	309.0	197.5	209.1
ROA - using norm profit (%)	14.1	50.2	26.9	13.8	14.9
ROE - using norm profit (%)	22.7	72.5	36.0	17.8	19.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	22.1	73.6	37.2	18.7	20.4
- asset turnover (x)	0.9	1.4	0.9	0.7	0.8
- operating margin (%)	20.4	45.1	38.1	25.0	25.1
- leverage (x)	1.6	1.4	1.3	1.3	1.3
- interest burden (%)	96.8	99.6	99.7	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	52.2	24.7	31.7
NOPAT (Bt m)	856	4,075	2,729	1,304	1,488
invested capital (Bt m)	4,558	5,224	5,274	4,696	4,620

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ 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 66 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2209A, AMAT16C2206A, AOT16C2209A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGR16C2209A, BLA16C2209A, BLA16C2205A, BLA16C2208A, CBG16C2207A, CENTEL16C2209A, CHG16C2207A, COM716C2208A, COM716C2209A, DOHO16C2207A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209B, ESSO16C2209A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2207A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, IVL16C2209A, IVL16C2206A, JMART16C2206A, JMT16C2207A, KBAN16C2206A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, SET5016P2209B, S5016C2206A, S5016C2209A, S5016P2206A, S5016P2206B, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TTA16C2207A, TTA16C2208A, WHA16C2209A (underlying securities are AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CENTEL, CHG, COM7, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, PTG, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, SET50, SAWAD, SCB, SPRC, STEC, SYNEX, TOP, TTA, 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 ราชธานีลิซซิง 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 ราชธานีลิซซิง 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 ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกัน ได้แก่ นางอติวัน ไตรรงค์ 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, บ้านเทิง
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