

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 17.60

(From: Bt 14.50)

Upside : 23.9%

8 JUNE 2022

Small Cap Research

Praram 9 Hospital Pcl. (PR9 TB)

ปรับเปลี่ยนประมาณการกำไร

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" PR9 เนื่องจาก แนวโน้มธุรกิจที่แข็งแกร่งกว่าคาด ซึ่งนำไปสู่การปรับเปลี่ยนกำไร และปรับราคาเป้าหมายเป็น 17.60 บาท PR9 มีผู้ป่วยเข้ามารับการรักษาจำนวนมาก และได้ประโยชน์จาก operating leverage นอกจากนี้ เรายังมองว่าเป็นหุ้นที่ไม่แพงที่ 27.9/24.6 เท่า PE ในปี 2022-23F เทียบกับ EPS ที่เติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ (ในปี 2022-24F) ที่ 28%



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 - 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

ปรับเปลี่ยนประมาณการกำไร

เนื่องจากแนวโน้มธุรกิจที่แข็งแกร่งกว่าคาดทั้งจากบริการโควิด และโรคทั่วไป เราจึงปรับเปลี่ยนประมาณการกำไรขึ้น 19/14/15% ในปี 2022-24F เมื่อรวมกับการปรับมาใช้ฐาน 2023F ราคาเป้าหมายของเราจึงถูกปรับขึ้นเป็น 17.60 บาท (จาก 14.50 บาท) เนื่องด้วยกลยุทธ์ทางธุรกิจที่ยืดหยุ่นของ PR9 ในการให้บริการรักษาโรคทั่วไปที่ไม่ใช่โควิด ความต้องการที่แข็งแกร่งจากผู้ป่วยโรคทั่วไปเงินสด และประโยชน์จาก operating leverage เราจึงคาดว่ากำไรของ PR9 จะเติบโต 61/14/16% ในปี 2022-24F เรายังมองว่า PR9 ไม่แพง ซื้อขายที่ 27.9/24.6 เท่า PE ในปี 2022-23F เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" PR9

ธุรกิจมีแนวโน้มแข็งแกร่ง

PR9 มีรายได้จากการรักษาโรคทั่วไปฟื้นตัวแข็งแกร่งที่ 18/10% y-y ใน 4Q21 และ 1Q22 แนวโน้มยังคงฟื้นตัวต่อเนื่อง และเราคาดว่ารายได้จากการรักษาโรคทั่วไปจะเติบโต 13/13/11% ในปี 2022-24F เทียบกับ -9/+4% ในปี 2020-21 โดยได้แรงหนุนจาก คือ ความต้องการด้านการรักษาพยาบาลที่ถูกชะลอไว้ และศูนย์เฉพาะทางใหม่ เช่น ศูนย์เลสิก ศูนย์การนอนหลับ ศูนย์ไทรอยด์และการผ่าตัดต่อมไทรอยด์ ศูนย์ออร์โธปิดี และศูนย์กระดูกสันหลัง ผู้ป่วยต่างชาติคิดเป็น 16% ของรายได้รวมในปี 2019 ครึ่งหนึ่งเป็นชาวต่างชาติที่อาศัยในประเทศไทยและอีกครึ่งหนึ่งเป็นผู้ป่วยที่บินเข้ามา รายได้จากผู้ป่วยต่างชาติของ PR9 ใน 1Q22 กลับมาอยู่ที่ 90% ของระดับก่อนเกิดโควิดในปี 2019 แล้ว รายได้จากผู้ป่วยต่างชาติที่อาศัยในประเทศไทยชะลอตัวก่อนโควิดแล้ว แต่รายได้จากผู้ป่วยต่างชาติที่บินเข้ามารับการรักษาพยาบาลยังไม่กลับมา ซึ่งเราคาดว่าจะกลับมาหลังจาก การเปิดประเทศใน 2H22F

ประโยชน์จาก Operating leverage

ในปี 2020-21 PR9 ได้รับผลกระทบจากค่าเสื่อมราคาที่สูงขึ้นจากการขยายอาคาร B ใหม่ที่โรงพยาบาลที่มีอยู่เดิม อาคารสำนักงาน และหอพักพยาบาล เราคาดว่า EBIT margin จะสูงขึ้นเป็น 13.6/14.7/15.4% ในปี 2022-24 จาก 7.4/8.6% ในปี 2020-21 ปัจจัยผลักดัน ได้แก่ 1) ผู้ป่วยโรคทั่วไปเงินสดเพิ่มขึ้น 2) รายได้จากการรักษาโรคร้ายแรงที่เพิ่มขึ้น 3) ค่าเสื่อมราคาของระบบโครงสร้างพื้นฐานที่ลดลงตั้งแต่ต้นปี 2022 4) ค่าตัดจำหน่ายเพิ่มเติมจำนวนสำหรับเงินลงทุนของอาคาร A ในช่วงกลางปี 2022 และ 5) ไม่มีการลงทุนใหม่อย่างมีนัยสำคัญในปี 2022-24

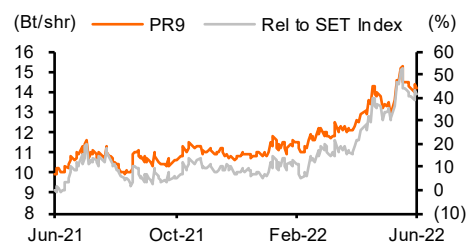
ผลการดำเนินงาน 2Q22F น่าจะแข็งแกร่ง

PR9 ยังคงมีผู้ป่วยโรคทั่วไปที่เติบโตอย่างต่อเนื่องใน 2Q22 แต่ผู้ป่วยโควิดลดลงจาก 1Q22 เราคาดว่ากำไร 2Q22F อยู่ที่ 52 ลบ. เพิ่มขึ้น 339% y-y แต่ลดลง 67% q-q การเติบโตที่แข็งแกร่ง y-y ได้รับแรงหนุนจากผู้ป่วยโรคทั่วไปเงินสด ขณะที่การลดลง q-q เกิดจากรายได้จากบริการโควิดที่ลดลง เนื่องจากจำนวนผู้ติดเชื้อที่ลดลง และอัตราการชดเชยของ UCEP ที่ลดลง PR9 เหลืออัตรารายได้ผู้ป่วยในโรงพยาบาลเพียง 2 วอร์ด (40 เตียง หรือ 18% ของขีดความสามารถในการรองรับทั้งหมด) เพื่อรองรับผู้ป่วยโควิดใน 2Q22

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	2,987	3,328	3,493	3,874
Net profit	249	400	455	525
Consensus NP	—	397	429	471
Diff frm cons (%)	—	0.8	6.0	11.4
Norm profit	249	400	455	525
Prev. Norm profit	—	337	397	459
Chg frm prev (%)	—	18.7	14.4	14.5
Norm EPS (Bt)	0.3	0.5	0.6	0.7
Norm EPS grw (%)	23.3	60.6	13.6	15.5
Norm PE (x)	44.8	27.9	24.6	21.3
EV/EBITDA (x)	18.0	12.7	11.3	9.8
P/BV (x)	2.6	2.5	2.3	2.2
Div yield (%)	1.0	1.6	1.8	2.1
ROE (%)	5.9	9.1	9.7	10.6
Net D/E (%)	(29.1)	(34.5)	(39.4)	(45.7)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 8-Jun-22 (Bt)	14.20
Market Cap (US\$ m)	323.5
Listed Shares (m shares)	786.3
Free Float (%)	58.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.8
12M Price H/L (Bt)	15.30/9.95
Sector	Health Care
Major Shareholder	Damapong family 37.14%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

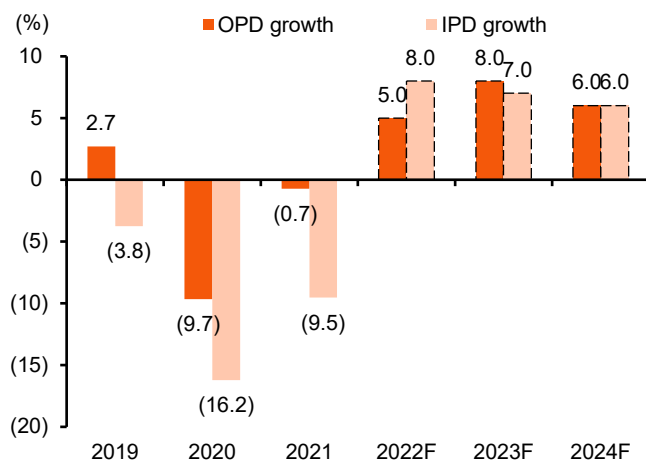


Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
# OPD patients (people)					
- New	401,000	398,000	417,900	451,332	478,412
- Old			417,900	451,332	478,412
- Change (%)			—	—	—
# IPD patients (Beds/year)					
- New	31,573	28,561	30,846	33,005	34,985
- Old			29,989	32,388	34,331
- Change (%)			2.9	1.9	1.9
Revenue from COVID-19 services (Bt m)					
- New	—	280	274	29	19
- Old			168	29	19
- Change (%)			63.3	—	—
Gross margin (%)					
- New	27.4	27.3	31.8	33.4	33.9
- Old			29.7	31.1	31.6
- Change (pp)			2.1	2.3	2.3
Normalized profit (Bt m)					
- New	202	249	400	455	525
- Old			337	397	459
- Change (%)			18.7	14.4	14.5

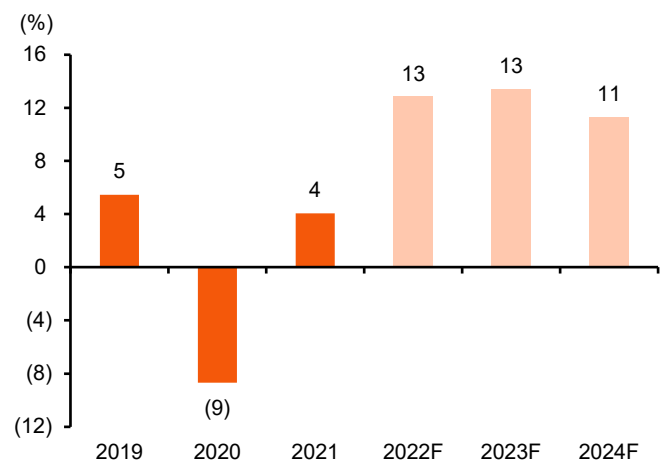
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Cash Patient Turnaround



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Non-COVID Revenue Growth



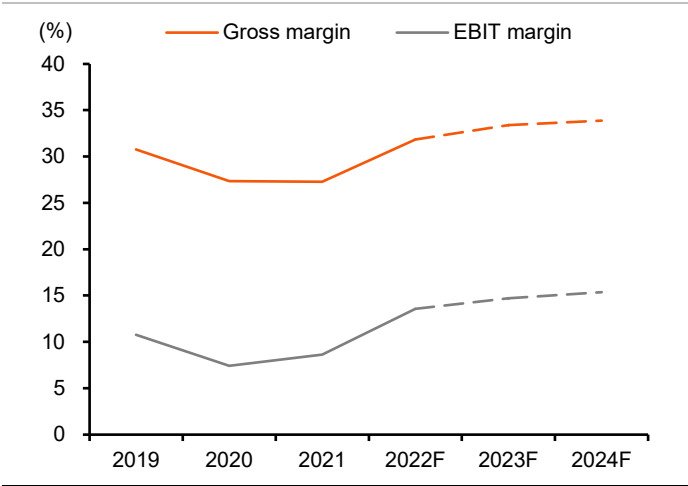
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Sales Promotion Packages



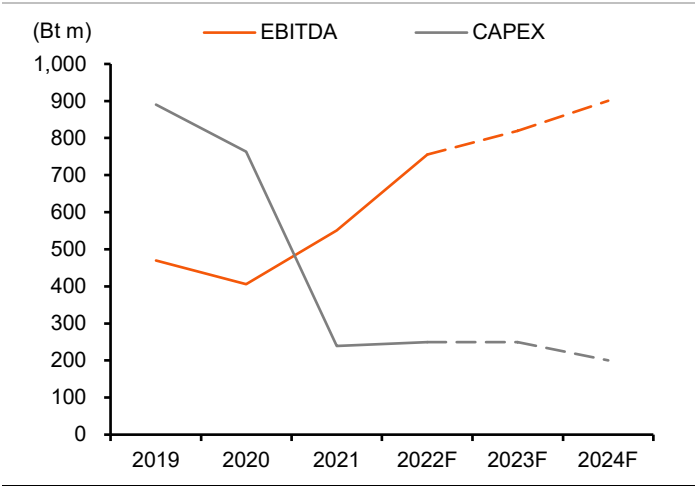
Source: Company data

Ex 5: Margin Is On The Rise



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Passed Heavy Capex Cycle



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: 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	814	896	960	1,003	1,047	1,093	1,143	1,195	1,250	1,323	1,405	—
Free cash flow	504	641	740	770	808	846	885	927	972	1,035	856	14,934
PV of free cash flow	503	562	598	580	567	553	539	525	492	486	373	6,502
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.6											
WACC (%)	6.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	12,279											
Net debt (end 2022F)	(1,564)											
Minority interest	0											
Equity value	13,844											
# of shares (m)	786											
Equity value / share (Bt)	17.6											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 8: 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

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 8 Jun 2022 closing prices

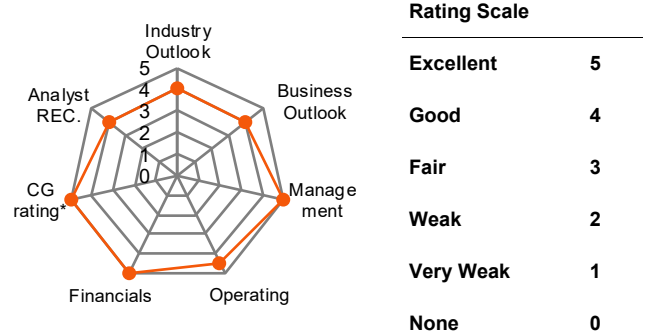
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท โรงพยาบาลพระรามเก้า จำกัด (มหาชน) (PR9) ก่อตั้งขึ้นในปี 1992 ตั้งอยู่บนถนนพระราม 9 ซึ่งเป็นย่านธุรกิจใหม่ของกรุงเทพมหานคร ณ เดือนธันวาคม 2020 PR9 มีเตียง 225 เตียง โดยมีเตียงผู้ป่วยในที่ใช้จริง 166 เตียง โรงพยาบาลให้บริการระดับตติยภูมิ ครอบคลุมถึง การส่งเสริมสุขภาพ การดูแลสุขภาพเชิงป้องกัน การวินิจฉัย การรักษาและการฟื้นฟูสมรรถภาพ บริการทางการแพทย์ครอบคลุมทั้งการดูแลโรคทั่วไป และโรคร้ายแรง

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีแบรนด์ “โรงพยาบาลพระราม 9” ที่แข็งแกร่งในกรุงเทพฯ
- ผู้บริหารของโรงพยาบาลมีความสัมพันธ์ที่ดีกับแพทย์และอาจารย์แพทย์จากโรงเรียนแพทย์
- PR9 ตั้งอยู่บนทำเลทอง บนถนนพระราม 9 ซึ่งเป็นย่านใจกลางธุรกิจแห่งใหม่ในกรุงเทพฯ
- PR9 เป็นที่รู้จักกันดีในการเปลี่ยนไตและหลอดเลือดหัวใจ

O — Opportunity

- อุปทานโรงพยาบาลรัฐในประเทศไทยมีจำนวนจำกัด
- อาคารใหม่จะช่วยปลดล็อกขีดความสามารถในการให้บริการที่จำกัด
- มีผู้ป่วยเพิ่มขึ้นจากประเทศเพื่อนบ้าน
- การเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ
- การระบาดของโควิด-19

W — Weakness

- เน้นผู้ป่วยเงินระดับกลาง-บนเป็นหลัก

T — Threat

- คู่แข่งใหม่เข้ามายังตลาดมากขึ้น
- ความเสี่ยงด้านหลักเกณฑ์และกฎหมาย
- การระบาดของโควิด-19

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	15.62	17.60	13%
Net profit 22F (Bt m)	397	400	1%
Net profit 23F (Bt m)	429	455	6%
Consensus REC	BUY: 5	HOLD: 1	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไร และราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อการเติบโตของผู้ป่วยโรคทั่วไปของ PR9 ตั้งแต่ปี 2023F เป็นต้นไป และการเปลี่ยนราคาเป้าหมายไปเป็นสิ้นปี 2023

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากจำนวนผู้ป่วยต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ อาจส่งผลให้เกิดความเสี่ยงด้านลบต่อคาดการณ์ผลประโยชน์ประกอบการของเรา
- หาก PR9 สามารถเพิ่มขนาดค่าบริการต่อครั้งได้ต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในปัจจุบัน จะเป็นความเสี่ยงต่อการคาดการณ์อัตรากำไรขั้นต้น และประมาณการกำไรของเรา
- หากความสามารถของ PR9 ในการควบคุมต้นทุนต่ำกว่าที่เราคาดไว้ ส่งผลเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

*Improving non-COVID
cash patients in 2022-24F*

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	2,601	2,987	3,328	3,493	3,874
Cost of sales	1,890	2,172	2,269	2,327	2,561
Gross profit	712	815	1,059	1,166	1,313
% gross margin	27.4%	27.3%	31.8%	33.4%	33.9%
Selling & administration expenses	518	557	607	653	718
Operating profit	193	257	452	513	595
% operating margin	7.4%	8.6%	13.6%	14.7%	15.4%
Depreciation & amortization	213	294	303	306	306
EBITDA	406	551	755	819	901
% EBITDA margin	15.6%	18.5%	22.7%	23.5%	23.3%
Non-operating income	38	43	44	52	63
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
Pre-tax profit	230	300	495	564	656
Income tax	28	51	95	109	131
After-tax profit	202	249	400	455	525
% net margin	7.8%	8.3%	12.0%	13.0%	13.6%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	202	249	400	455	525
Normalized profit	202	249	400	455	525
EPS (Bt)	0.3	0.3	0.5	0.6	0.7
Normalized EPS (Bt)	0.3	0.3	0.5	0.6	0.7

BALANCE SHEET

*No significant
investments planned in
2022-24*

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	1,208	1,603	2,041	2,358	2,852
Cash & cash equivalent	994	1,244	1,650	1,950	2,400
Account receivables	159	212	228	239	265
Inventories	49	56	62	64	70
Others	6	90	100	105	117
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	3,417	3,369	3,320	3,269	3,168
Other assets	171	166	33	29	24
Total assets	4,797	5,137	5,394	5,656	6,044
LIABILITIES:					
Current liabilities:	497	667	678	674	739
Account payables	446	597	528	542	596
Bank overdraft & ST loans	0	0	77	56	64
Current LT debt	0	0	1	1	1
Others current liabilities	50	70	72	75	78
Total LT debt	0	0	8	6	6
Others LT liabilities	185	192	175	181	199
Total liabilities	682	859	861	861	944
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	786	786	786	786	786
Share premium	1,934	1,934	1,934	1,934	1,934
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
Retained earnings	1,395	1,557	1,812	2,075	2,379
Shareholders' equity	4,115	4,278	4,533	4,795	5,100
Liabilities & equity	4,797	5,137	5,394	5,656	6,044

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

*Strong and sustainable
cash inflow streams*

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	230	300	495	564	656
Tax paid	(36)	(37)	(97)	(104)	(129)
Depreciation & amortization	213	294	303	306	306
Chg In working capital	(18)	90	(90)	1	22
Chg In other CA & CL / minorities	(3)	(79)	(6)	(6)	(12)
Cash flow from operations	386	569	605	759	844
Capex	(763)	(239)	(250)	(250)	(200)
Right of use	(25)	(3)	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	91	10	110	6	17
Cash flow from investments	(697)	(232)	(140)	(244)	(183)
Debt financing	0	0	86	(24)	9
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(110)	(86)	(145)	(192)	(220)
Warrants & other surplus	(16)	(0)	0	0	0
Cash flow from financing	(126)	(86)	(59)	(216)	(211)
Free cash flow	(377)	330	355	509	644

VALUATION

*Inexpensive valuation, in
our view*

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	55.3	44.8	27.9	24.6	21.3
Normalized PE - at target price (x)	68.5	55.5	34.6	30.4	26.4
PE (x)	55.3	44.8	27.9	24.6	21.3
PE - at target price (x)	68.5	55.5	34.6	30.4	26.4
EV/EBITDA (x)	25.0	18.0	12.7	11.3	9.8
EV/EBITDA - at target price (x)	31.6	22.9	16.3	14.6	12.8
P/BV (x)	2.7	2.6	2.5	2.3	2.2
P/BV - at target price (x)	3.4	3.2	3.1	2.9	2.7
P/CFO (x)	28.9	19.6	18.5	14.7	13.2
Price/sales (x)	4.3	3.7	3.4	3.2	2.9
Dividend yield (%)	0.8	1.0	1.6	1.8	2.1
FCF Yield (%)	(3.4)	3.0	3.2	4.6	5.8
(Bt)					
Normalized EPS	0.3	0.3	0.5	0.6	0.7
EPS	0.3	0.3	0.5	0.6	0.7
DPS	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3
BV/share	5.2	5.4	5.8	6.1	6.5
CFO/share	0.5	0.7	0.8	1.0	1.1
FCF/share	(0.5)	0.4	0.5	0.6	0.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

Earnings on a turnaround trend

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(8.7)	14.8	11.4	4.9	10.9
Net profit (%)	(29.0)	23.3	60.6	13.6	15.5
EPS (%)	(74.3)	23.3	60.6	13.6	15.5
Normalized profit (%)	(29.0)	23.3	60.6	13.6	15.5
Normalized EPS (%)	(29.0)	23.3	60.6	13.6	15.5
Dividend payout ratio (%)	42.8	44.2	45.0	45.0	45.0
Operating performance					
Gross margin (%)	27.4	27.3	31.8	33.4	33.9
Operating margin (%)	7.4	8.6	13.6	14.7	15.4
EBITDA margin (%)	15.6	18.5	22.7	23.5	23.3
Net margin (%)	7.8	8.3	12.0	13.0	13.6
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.5)
Interest coverage - EBIT (x)	410.9	na	na	459.3	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	4.2	5.0	7.6	8.2	9.0
ROE - using norm profit (%)	5.0	5.9	9.1	9.7	10.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	5.0	5.9	9.1	9.7	10.6
- asset turnover (x)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7
- operating margin (%)	8.9	10.1	14.9	16.2	17.0
- leverage (x)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
- interest burden (%)	99.8	99.8	99.8	99.8	99.9
- tax burden (%)	87.7	83.0	80.8	80.6	80.0
WACC (%)	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9
ROIC (%)	6.5	6.8	12.0	13.9	16.4
NOPAT (Bt m)	169	214	365	414	476
invested capital (Bt m)	3,121	3,034	2,969	2,907	2,771

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 สหกลีโควิปเมเนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิปเมเนท์ 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, เติบโต
พัทธดนย์ บุณนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
สรชดา สรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, 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, บ้าน
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 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