BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt33.00 (From: Bt 29.00)

Upside : 32.0%

1 JULY 2022

Bangkok Dusit Medical (BDMS TB)

ผู้ป่วยต่างชาติกลับมาแข็งแกร่ง

SIRIPORN ARUNOTHAI

662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

เราปรับประมาณการกำไรของ BDMS ขึ้น 4-15% ในปี 2022-24F เพื่อสะท้อนการกลับมาของผู้ป่วยต่างชาติที่แข็งแกร่ง และผู้ป่วยชาวไทยที่มีแนวโน้มแข็งแกร่งต่อเนื่อง เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" BDMS ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 33.0 บาท

ปรับเพิ่มประมาณการ

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรของเราสำหรับ BDMS ขึ้น 15/8/4% ในปี 2022-24F เพื่อสะท้อนการฟื้นตัวของจำนวนผู้ป่วยต่างชาติที่เร็วกว่าคาด และยังมีผู้ป่วยชาวไทยโรคทั่วไปที่แข็งแกร่งต่อเนื่องอีกด้วย การเพิ่มขึ้นของผู้ป่วยต่างชาติยังช่วยเพิ่มรายได้จากการรักษาโรคร้ายแรงและอัตรากำไรอีกด้วย เราปรับมาใช้ราคาเป้าหมายปี 2023F และปรับขึ้นเป็น 33.0 บาท (จาก 29.0 บาท) เรายังคงแนะนำ “ซื้อ" BDMS จากกำไรที่มีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่ง แม้จะมีฐานที่สูงจากกำไรจากโควิดในปี 2021 หากรวมกำไรจากโควิดที่เราคาดว่ามีแนวโน้มลดลง เราคาดกำไรของ BDMS จะเติบโต 33/8/17% ในปี 2022-24F หากไม่รวมกำไรจากโควิด เราคาดว่ากำไรของ BDMS จะเติบโต 72/28/18% BDMS ยังดูน่าสนใจ ด้วยซื้อขายใกล้กับ STD PE เฉลี่ย 5 ปี

ผู้ป่วยโรคทั่วไปฟื้นตัวแข็งแกร่ง

รายได้ผู้ป่วยเงินสดโรคทั่วไปของ BDMS เพิ่มขึ้น 22% y-y ใน 1Q22 โดยได้แรงหนุนจากรายได้ผู้ป่วยชาวไทยที่เพิ่มขึ้น 11% y-y และรายได้ผู้ป่วยต่างชาติเพิ่มขึ้น 68% y-y จากฐานที่ต่ำที่ 22% ของรายได้รวมใน 1Q22 เทียบกับ 30% ในปี 2019 BDMS มีผู้ป่วยต่างชาติที่บินเข้ามายังประเทศที่แข็งแกร่งจากตะวันออกกลาง เมียนมาร์ และกัมพูชา โดยคาดว่าจะเพิ่มขึ้นอีกใน 2H22F หลังจากมีการใช้นโยบายเปิดใหม่อย่างเต็มรูปแบบตั้งแต่เดือนก.ค. เราคาดว่ารายได้ผู้ป่วยต่างชาติจะเติบโต 35/18/14% ในปี 2022-24F ในเดือนเม.ย.-พ.ค. 2022 รายได้รวมของ BDMS เติบโตราว 20% y-y และมีแนวโน้มต่อเนื่องไปจนถึงเดือนมิ.ย. เราคาดว่ารายได้ผู้ป่วยโรคทั่วไปของ BDMS จะเติบโต 20/14/9% ในปี 2022-24F

อัตรากำไรมีแนวโน้มขยายตัว

เราคาดว่าอัตรากำไรจากการดำเนินงานของ BDMS จะเพิ่มขึ้นจาก 9.9% ในปี 2021 เป็น 13.0/13.0/14.1% ในปี 2022-24F แม้จะให้สมมติฐานว่ารายได้จากบริการโควิดลดลง โดยปัจจัยหลักผลักดันอัตรากำไร คืออัตราการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นจากการกลับมาของผู้ป่วยเงินสดโรคทั่วไป รายได้จากการรักษาโรคที่มีความซับซ้อนเพิ่มขึ้นจากการมีสัดส่วนผู้ป่วยต่างชาติที่สูงขึ้น และการควบคุมต้นทุนอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่าอัตราการครองเตียงโดยรวม (ไม่รวมโควิด) จะอยู่ที่ 47/54/58% ในปี 2022-24F

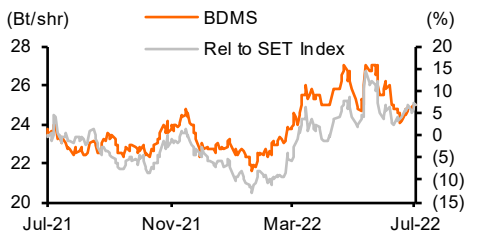
โครงการ BDMS Silver Wellness & Residence

BDMS มีแผนพัฒนาโครงการ BDMS Silver Wellness & Residence ด้วยเงินลงทุนรวม 23.5 พันลบ. ซึ่งประกอบด้วยศูนย์ดูแลสุขภาพครบวงจร โรงแรม และที่อยู่อาศัย บนที่ดินเช่า (30+30 ปี) ขนาด 13.6 ไร่ บนถนนสารสินและหลังสวน โครงการจะเริ่มก่อสร้างในปี 2024 และดำเนินการในปี 2029 เราคาดว่าเงินลงทุนสำหรับโครงการจะมาจากเงินสดในมือ (11 พันลบ. ณ 1Q22) และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (EBITDA 23 พันลบ. ต่อปี ในปี 2022-28F) ด้วยการจัดหาเงินกู้ที่ต่ำ และการก่อสร้างนาน เราไม่คาดว่าโครงการจะส่งผลกระทบต่อกำไรของ BDMS ในอีกสามถึงห้าปีข้างหน้า ด้วยสมมติฐาน IRR ที่ 11-12% เราให้มูลค่าโครงการที่ 2.0 บาทต่อหุ้น ซึ่งคิดอยู่ในราคาเป้าหมายของเราแล้ว

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	71,541	80,860	85,693	93,008
Net profit	7,936	10,580	11,473	13,404
Consensus NP	—	9,961	11,166	12,742
Diff frm cons (%)	—	*6.2*	*2.7*	*5.2*
Norm profit	7,936	10,580	11,473	13,404
Prev. Norm profit	—	9,204	10,610	12,905
Chg frm prev (%)	—	*14.9*	*8.1*	*3.9*
Norm EPS (Bt)	0.5	0.7	0.7	0.8
Norm EPS grw (%)	31.3	33.3	8.4	16.8
Norm PE (x)	50.1	37.6	34.6	29.6
EV/EBITDA (x)	28.9	22.7	21.0	18.4
P/BV (x)	4.7	4.5	4.3	4.0
Div yield (%)	1.8	1.5	1.6	2.0
ROE (%)	9.2	12.3	12.7	13.9
Net D/E (%)	3.5	(0.4)	(8.8)	(14.5)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 1-Jul-22 (Bt)	25.00
Market Cap (US$ m)	11,147.3
Listed Shares (m shares)	15,892.0
Free Float (%)	68.3
Avg Daily Turnover (US$ m)	37.1
12M Price H/L (Bt)	27.00/21.60
Sector	Health Care
Major Shareholder	Prasartthongosot Family 17.9%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Thanachart Securities

Ex 1: Change In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Thai patients - OPD (people/year)					
- New	8,545,380	6,833,895	7,858,979	8,566,287	9,080,265
- Old			7,858,979	8,566,287	9,080,265
- Change (%)			—	—	—
Thai patients - IPD (people/year)					
- New	341,153	216,607	303,250	363,899	400,289
- Old	341,153	216,607	281,589	337,907	371,697
- Change (%)			*7.7*	*7.7*	*7.7*
Foreign patients - OPD (people/year)					
- New	932,575	987,325	1,135,424	1,288,706	1,443,351
- Old			1,046,565	1,203,549	1,384,082
- Change (%)			*8.5*	*7.1*	*4.3*
Foreign patients - IPD (people/year)					
- New	35,877	38,548	53,967	60,443	64,069
- Old			50,112	57,629	63,391
- Change (%)			*7.7*	*4.9*	*1.1*
Revenue from COVID-19 services (Bt m)					
- New	0	10,184	6,917	1,304	730
- Old			6,086	1,304	730
- Change (%)			*13.7*	—	—
Gross margin (%)					
- New	28.8	30.9	32.2	32.7	33.5
- Old			31.1	32.0	32.8
- Change (pp)			*1.2*	*0.6*	*0.7*
Normalized profit (Bt m)					
- New	6,045	7,936	10,580	11,473	13,404
- Old			9,204	10,610	12,905
- Change (%)			*14.9*	*8.1*	*3.9*

Sources: Company data, Thanachart estimates

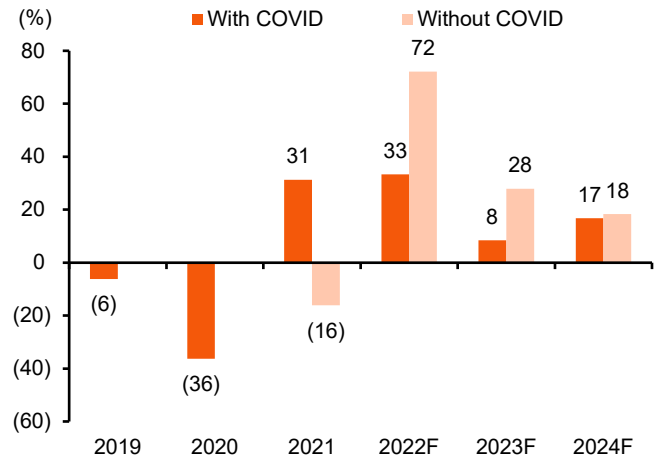
Ex 2: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	17,873	20,121	22,491	24,199	25,900	27,733	29,598	31,350	33,212	35,191	37,294	—
Free cash flow	14,770	13,904	15,742	17,508	19,120	14,349	28,351	30,125	32,005	34,000	36,118	754,917
PV of free cash flow	14,729	12,393	13,069	13,660	14,021	9,888	18,361	18,336	17,582	17,472	17,366	362,978

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	0.6
WACC (%)	5.9
Terminal growth (%)	2.0
Enterprise value - add investments	529,855
Net debt (end-2022F)	(349)
Minority interest	4,584
Equity value	525,621
# of shares (m)	15,892
Equity value/share (Bt)	**33.00**

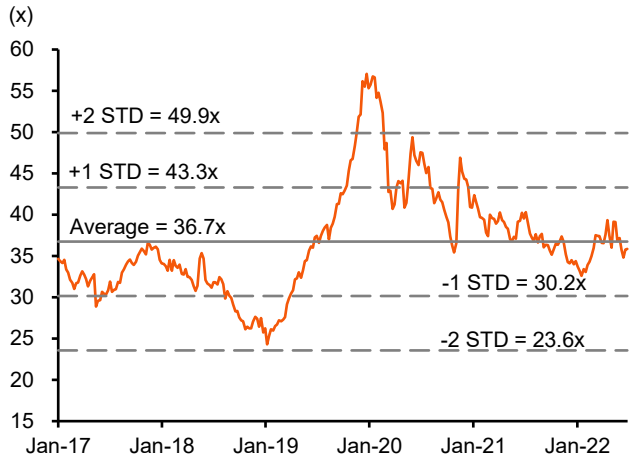
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Earnings Growth



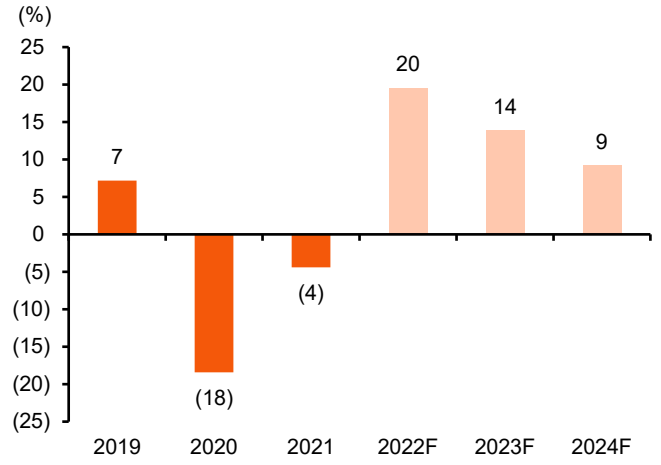
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: BDMS's PE



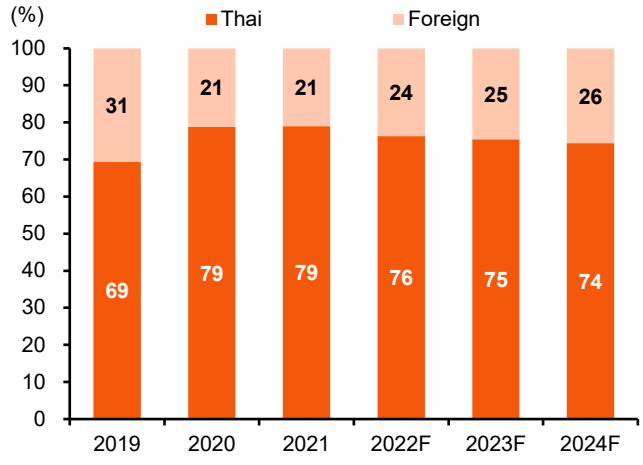
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 5: Non-COVID Patient Revenue Growth



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Patient Mix



Sources: Company data, Thanachart estimates

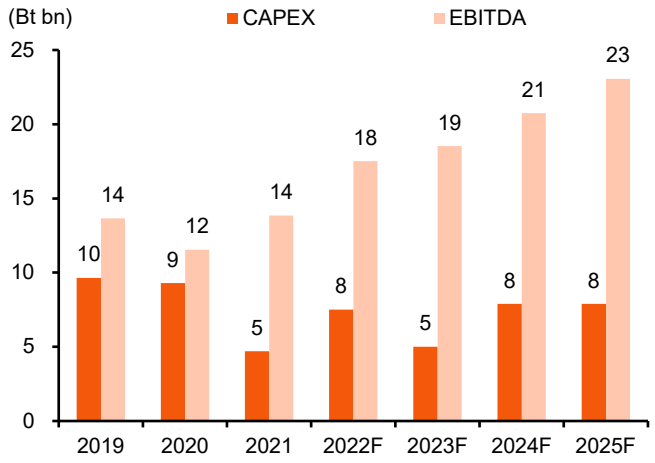
Ex 7: Project Location

Source: Company data

Ex 8: Project Landscape

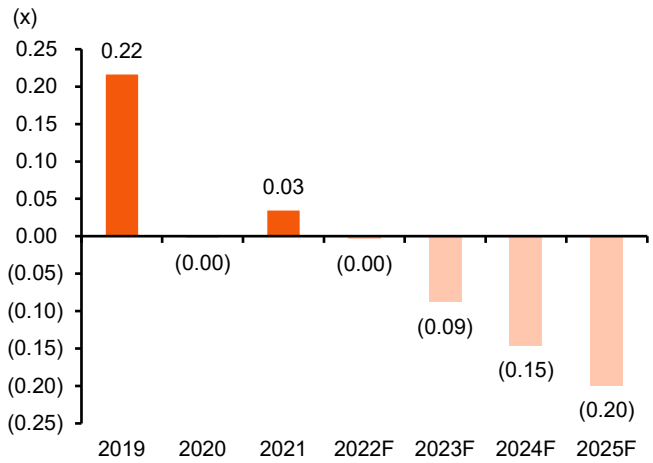
Source: Company data

Ex 9: EBITDA And CAPEX



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Net Debt To Equity



Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 11: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	Market Cap (US$ m)	EPS growth 22F (%)	EPS growth 23F (%)	PE 22F (x)	PE 23F (x)	P/BV 22F (x)	P/BV 23F (x)	EV/EBITDA 22F (x)	EV/EBITDA 23F (x)	Div yield 22F (%)	Div yield 23F (%)
Ramsay Healthcare	RHC AU	Australia	11,380	(27.8)	75.8	52.4	29.8	4.1	3.9	13.2	10.8	1.5	2.1
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	7,139	2.9	1.7	9.8	9.6	1.2	1.1	9.6	9.4	3.1	3.1
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	1,595	49.3	20.6	10.8	9.0	1.8	1.6	8.6	7.3	3.5	4.1
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	6,796	(12.5)	20.1	58.2	48.4	9.5	8.1	24.8	22.4	0.2	0.3
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	2,257	(33.1)	28.4	48.1	37.5	2.7	2.7	17.7	17.0	0.0	0.0
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	808	135.3	35.7	29.3	21.6	1.6	1.5	11.9	10.8	1.7	2.2
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	12,941	(7.9)	14.5	34.8	30.4	2.3	2.2	15.4	14.4	1.1	1.1
Ryman	RYM NZ	New Zealand	2,702	na	23.6	19.1	15.5	1.3	1.1	18.8	14.3	2.2	2.5
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	1,501	(15.7)	7.9	29.7	27.6	2.2	2.1	14.5	13.8	2.2	2.1
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	1,315	(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	11,147	33.3	8.4	37.6	34.6	4.5	4.3	22.7	21.0	1.5	1.6
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	4,014	127.3	27.8	49.4	38.6	8.2	8.0	30.9	24.8	2.0	2.6
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	1,148	(32.4)	(49.1)	14.4	28.3	5.0	5.1	10.1	18.5	5.2	3.0
Ladprao General Hospital *	LPH TB	Thailand	116	(49.9)	(17.6)	17.8	21.6	2.4	2.3	9.9	11.6	4.2	3.5
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	351	60.6	13.6	31.2	27.5	2.8	2.6	14.5	13.0	1.4	1.6
Rajthanee Hospital *	RJH TB	Thailand	311	(2.8)	(55.5)	11.3	25.4	5.2	5.5	8.3	16.7	7.1	3.0
Ratchaphruek Hospital *	RPH TB	Thailand	101	(26.2)	(52.4)	12.1	25.4	2.0	2.0	7.3	12.3	5.0	2.9
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	1,480	(31.3)	(32.0)	56.2	82.7	5.7	5.6	28.1	32.7	1.1	0.7
Average				**7.2**	**1.1**	**29.7**	**30.0**	**3.6**	**3.5**	**15.3**	**15.8**	**2.6**	**2.1**

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 1 July 2022 closing prices

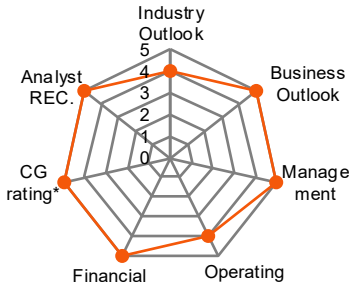
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด (มหาชน) ก่อตั้งเมื่อปี 1969 และเปิดดำเนินงานโรงพยาบาลเอกชนเป็นครั้งแรกในนาม "โรงพยาบาลกรุงเทพ" ในปี 1972 ปัจจุบัน BDMS เป็นผู้ประกอบการโรงพยาบาลเอกชนรายใหญ่ที่สุดในประเทศไทยในแง่ของรายได้ผู้ป่วย และมูลค่าตามราคาตลาด โดยบริษัทฯ เน้นเจาะตลาดในกรุงเทพฯ และตลาดที่มีอัตราการเติบโตสูงทั่วประเทศ

Source: Thanachart

COMPANY RATING



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

Source: Thanachart; * CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เนื่องจาก BDMS ดำเนินงานบริหารโรงพยาบาล 51 แห่ง ทั่วประเทศ (รวมทั้งกลุ่มพญาไท และเปาโล) และสองโรงพยาบาลในกัมพูชา จึงมีการกระจายความเสี่ยงของรายได้
- งบดุลค่อนข้างแข็งแกร่ง และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสุทธิที่ต่ำจะเพิ่มความสามารถในการขยายธุรกิจ และเข้าซื้อกิจการ

W — Weakness

- เนื่องจากค่าเสื่อมราคามีสัดส่วนราว 9.5% ของรายได้ในปี 2021 กำไรของ BDMS จึงมีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของรายได้ และสภาวะเศรษฐกิจ

O — Opportunity

- รายได้ที่เพิ่มขึ้นทำให้ประชาชนสามารถจับจ่ายใช้สอยมากขึ้นเพื่อให้ได้รับการบริการด้านสุขภาพที่มีคุณภาพดีขึ้นจากโรงพยาบาลเอกชน
- ประชากรสูงอายุต้องการการรักษาพยาบาลที่มีความซับซ้อนมากขึ้น
- ประเทศไทยเป็นประเทศที่มีอัตราค่ารักษาพยาบาลที่ต่ำและมีคุณภาพการรักษาพยาบาลที่สูงสำหรับการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์

T — Threat

- การแข่งขันเพิ่มขึ้นจากคู่แข่งในภูมิภาค อย่างเช่นโรงพยาบาลในประเทศสิงคโปร์
- การชะลอตัวของเศรษฐกิจ
- ความเสี่ยงด้านการเมือง และนโยบายของภาครัฐ
- ภัยธรรมชาติ และการระบาดของโรค

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	29.35	33.00	12%
Net profit 22F (Bt m)	9,961	10,580	6%
Net profit 23F (Bt m)	11,166	11,473	3%
Consensus REC	**BUY: 23**	**HOLD: 5**	**SELL: 0**

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรและราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด ซึ่งเราเชื่อว่า 1) เรามีมุมมองที่ดีขึ้นต่อการฟื้นตัวของผู้ป่วยเงินสด 2) เรารวมโครงการ BDMS Silver Wellness and Residence ในประมาณการของเรา และ 3) เราปรับมาใช้ปีฐานปี 2023F

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ผลประกอบการของโรงพยาบาลใหม่อาจให้ผลตอบแทนช้ากว่าที่เราคาดการณ์ไว้ หากมีการแข่งขันที่มากขึ้นระหว่างโรงพยาบาลเอกชนเดิมที่อยู่ในอุตสาหกรรมหรือผู้ประกอบการรายใหม่
- จำนวนผู้ป่วยชาวไทยและต่างชาติต่ำกว่าที่เราคาดไว้
- หาก BDMS Wellness Clinic และ BDMS Silver Wellness & Residence ใช้เวลาในการกลับมามีกำไรช้ากว่าที่เราคาด
- หาก Adjusted Relative Weight (RW) ภายใต้โครงการประกันสังคมลดลงจะส่งผลกระทบต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

Non-COVID cash patients rebound in 2022-24F amid COVID services decline

No significant new investments in 2022-24F

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	65,166	71,541	80,860	85,693	93,008
Cost of sales	46,371	49,462	54,795	57,705	61,807
Gross profit	**18,795**	**22,079**	**26,064**	**27,987**	**31,201**
% gross margin	28.8%	30.9%	32.2%	32.7%	33.5%
Selling & administration expenses	14,161	15,029	15,555	16,838	18,093
Operating profit	**4,634**	**7,051**	**10,510**	**11,149**	**13,108**
% operating margin	7.1%	9.9%	13.0%	13.0%	14.1%
Depreciation & amortization	6,909	6,793	6,996	7,386	7,638
EBITDA	**11,543**	**13,844**	**17,506**	**18,535**	**20,746**
% EBITDA margin	17.7%	19.4%	21.7%	21.6%	22.3%
Non-operating income	3,935	4,250	4,127	4,306	4,624
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(871)	(728)	(630)	(442)	(251)
Pre-tax profit	**7,699**	**10,573**	**14,007**	**15,013**	**17,481**
Income tax	1,491	2,103	2,787	2,988	3,479
After-tax profit	**6,207**	**8,469**	**11,219**	**12,025**	**14,002**
% net margin	9.5%	11.8%	13.9%	14.0%	15.1%
Shares in affiliates' Earnings	273	21	24	28	31
Minority interests	(435)	(554)	(664)	(580)	(630)
Extraordinary items	1,169	0	0	0	0
NET PROFIT	**7,214**	**7,936**	**10,580**	**11,473**	**13,404**
Normalized profit	**6,045**	**7,936**	**10,580**	**11,473**	**13,404**
EPS (Bt)	0.5	0.5	0.7	0.7	0.8
Normalized EPS (Bt)	0.4	0.5	0.7	0.7	0.8

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	30,013	24,401	23,133	23,410	29,455
Cash & cash equivalent	20,939	12,641	11,708	11,708	17,208
Account receivables	7,192	9,131	8,640	8,921	9,428
Inventories	1,855	2,005	2,102	2,055	2,032
Others	27	624	684	725	787
Investments & loans	1,542	1,600	1,600	1,600	1,600
Net fixed assets	81,313	79,689	80,750	79,026	79,893
Other assets	23,182	22,763	27,601	27,914	28,284
Total assets	**136,050**	**128,454**	**133,085**	**131,950**	**139,232**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	11,220	15,862	13,914	14,751	15,659
Account payables	4,450	5,035	5,577	5,874	6,291
Bank overdraft & ST loans	90	76	0	0	0
Current LT debt	107	3,100	57	15	9
Others current liabilities	6,573	7,651	8,280	8,862	9,359
Total LT debt	**20,594**	**12,496**	**11,301**	**3,034**	**1,882**
Others LT liabilities	12,773	12,331	15,346	15,653	16,321
Total liabilities	**44,588**	**40,689**	**40,561**	**33,438**	**33,863**
Minority interest	3,553	3,920	4,584	5,164	5,793
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,589	1,589	1,589	1,589	1,589
Share premium	30,166	30,166	30,166	30,166	30,166
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	8,880	9,141	9,141	9,141	9,141
Retained earnings	**47,275**	**42,949**	**47,043**	**52,452**	**58,679**
Shareholders' equity	87,910	83,845	87,940	93,348	99,576
Liabilities & equity	**136,050**	**128,454**	**133,085**	**131,950**	**139,232**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Strong cash flow, on our estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	7,699	10,573	14,007	15,013	17,481
Tax paid	(800)	(2,803)	(2,167)	(3,150)	(3,213)
Depreciation & amortization	6,909	6,793	6,996	7,386	7,638
Chg In w orking capital	106	(1,504)	937	61	(66)
Chg In other CA & CL / minorities	(2,060)	1,033	(47)	731	201
Cash flow from operations	**11,854**	**14,092**	**19,727**	**20,041**	**22,041**
Capex	(9,286)	(4,697)	(7,504)	(5,000)	(7,880)
Right of use	(3,811)	(19)	(2,800)	(300)	(300)
ST loans & investments	0	(19)	19	0	0
LT loans & investments	16,462	(58)	0	0	0
Adj for asset revaluation	2,705	262	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	6,880	(477)	423	(368)	(27)
Cash flow from investments	**12,951**	**(5,008)**	**(9,861)**	**(5,668)**	**(8,207)**
Debt financing	(3,638)	(5,119)	(4,314)	(8,309)	(1,158)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(4,741)	(12,738)	(6,485)	(6,065)	(7,176)
Warrants & other surplus	(1,082)	475	0	0	0
Cash flow from financing	**(9,461)**	**(17,381)**	**(10,799)**	**(14,373)**	**(8,334)**
Free cash flow	**2,567**	**9,394**	**12,223**	**15,041**	**14,161**

Inexpensive valuation, in our view

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	65.7	50.1	37.6	34.6	29.6
Normalized PE - at target price (x)	86.8	66.1	49.6	45.7	39.1
PE (x)	55.1	50.1	37.6	34.6	29.6
PE - at target price (x)	72.7	66.1	49.6	45.7	39.1
EV/EBITDA (x)	34.4	28.9	22.7	21.0	18.4
EV/EBITDA - at target price (x)	45.4	38.1	29.9	27.8	24.5
P/BV (x)	4.5	4.7	4.5	4.3	4.0
P/BV - at target price (x)	6.0	6.3	6.0	5.6	5.3
P/CFO (x)	33.5	28.2	20.1	19.8	18.0
Price/sales (x)	6.1	5.6	4.9	4.6	4.3
Dividend yield (%)	2.2	1.8	1.5	1.6	2.0
FCF Yield (%)	0.6	2.4	3.1	3.8	3.6
(Bt)					
Normalized EPS	0.4	0.5	0.7	0.7	0.8
EPS	0.5	0.5	0.7	0.7	0.8
DPS	0.6	0.5	0.4	0.4	0.5
BV/share	5.5	5.3	5.5	5.9	6.3
CFO/share	0.7	0.9	1.2	1.3	1.4
FCF/share	0.2	0.6	0.8	0.9	0.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

Earnings look to be on an uptrend, with or without COVID services

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(18.2)	9.8	13.0	6.0	8.5
Net profit (%)	(53.5)	10.0	33.3	8.4	16.8
EPS (%)	(53.8)	10.0	33.3	8.4	16.8
Normalized profit (%)	(35.8)	31.3	33.3	8.4	16.8
Normalized EPS (%)	(36.3)	31.3	33.3	8.4	16.8
Dividend payout ratio (%)	121.2	90.1	55.0	55.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	28.8	30.9	32.2	32.7	33.5
Operating margin (%)	7.1	9.9	13.0	13.0	14.1
EBITDA margin (%)	17.7	19.4	21.7	21.6	22.3
Net margin (%)	9.5	11.8	13.9	14.0	15.1
D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.1)
Interest coverage - EBIT (x)	5.3	9.7	16.7	25.2	52.2
Interest coverage - EBITDA (x)	13.3	19.0	27.8	41.9	82.5
ROA - using norm profit (%)	4.5	6.0	8.1	8.7	9.9
ROE - using norm profit (%)	7.0	9.2	12.3	12.7	13.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	7.2	9.9	13.1	13.3	14.5
- asset turnover (x)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
- operating margin (%)	13.2	15.8	18.1	18.0	19.1
- leverage (x)	1.6	1.5	1.5	1.5	1.4
- interest burden (%)	89.8	93.6	95.7	97.1	98.6
- tax burden (%)	80.6	80.1	80.1	80.1	80.1
WACC (%)	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
ROIC (%)	3.6	6.4	9.7	10.2	12.4
NOPAT (Bt m)	3,737	5,648	8,418	8,930	10,499
invested capital (Bt m)	87,762	86,876	87,590	84,690	84,260

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 64 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2210A, AMAT16C2209A, AOT16C2209A, AWC16C2207A, BAM16C2207A, BANP16C2207A, BANPU16C2210A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGRI16C2209A, BLA16C2208A, BLA16C2209A, CBG16C2207A, CBG16C2210A, CENTEL16C2209A, CHG16C2207A, COM716C2211B, COM716C2208A, COM716C2209A, COM716C2211A, DOHO16C2207A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209A, ESSO16C2209B, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2207A, GULF16C2210A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, IVL16C2209A, JMART16C2210A, JMT16C2207A, JMT16C2210A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MINT16C2211A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, S5016C2209A, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SET5016P2209B, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, TOP16C2211A, TTA16C2207A, TTA16C2208A, TTA16C2211A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are ADVANC, 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, SAWAD, SCB, SET50, SPRC, STEC, TOP, TTA, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาต จากัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จากัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ทุนธนชาต จากัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จากัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมู่ศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอัศวินี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลอิควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลอิควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ 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 นิจการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Strategy, ประกัน, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เดินเรือ
พัทธดนย์ บุนนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย์
พรรณารายณ์ ติยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง
รตา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
สรัชดา ศรทรง
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, แปล
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒน์หิรัญกุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลลิ์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชนันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลิภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุศล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุเนตร รักษาวัด
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@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