Fundamental Story

Thonburi Healthcare Group (THG TB) - SELL, Price Bt64.5, TP Bt43

Results Comment

Siriporn Arunothai | Email: siriporn.aru@thanachartsec.co.th

ผลการดำเนินงาน 2Q22 แข็งแกร่งกว่าคาด

- THG รายงานกำไรสุทธิ 398 ลบ. ใน 2Q22 เพิ่มขึ้น 373% y-y แต่ลดลง 24% q-q ซึ่งสูงกว่าที่เราและตลาดคาดไว้ เนื่องจากรายได้จากโรงพยาบาล Aryu International ในเมียนมาร์ และรายได้อื่นๆ ที่สูงกว่าที่คาด
- การเติบโตของกำไร y-y ที่แข็งแกร่ง มีสาเหตุหลักมาจาก 1) รายได้ที่เพิ่มขึ้นจากบริการโควิด 2) รายได้ที่เพิ่มขึ้นจากธุรกิจการบริบาลผู้ป่วยและเครื่องมือแพทย์ (โอน 32 ยูนิต ของ Jin Wellbeing County ใน 2Q22 เทียบกับ 3 ยูนิต ใน 2Q21), 3) รายได้อื่นที่เพิ่มขึ้น (รายได้เงินปันผล และกำไรจากการจัดประเภทเงินลงทุนใหม่ 13 ลบ.) 4) การฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งของโรงพยาบาล Aryu International (จากขาดทุน 27 ลบ. ใน 2Q21 เป็นกำไร 42 ลบ. ใน 2Q22 เนื่องจากการดำเนินงานหลักที่ดีขึ้น และกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน) และ 5) อัตรากำไรที่เพิ่มขึ้นจากประโยชน์ของ operating leverage
- กำไรลดลง q-q เป็นผลมาจากรายได้ที่ลดลงจากบริการโควิด และอัตรากำไรจากการดำเนินงานที่ลดลง เนื่องจากผลของ operating leverage
- รายได้เติบโต 40% y-y แต่ลดลง 24% q-q เป็น 2.7 พันลบ. ใน 2Q22 อัตรากำไรจากการดำเนินงานยังขยายตัวเป็น 14.6% ใน 2Q22 จาก 7.9% ใน 2Q21 แต่ลดลงจาก 21.3% ใน 1Q22
- กำไร 6M22 คิดเป็น 98% ของประมาณการกำไรทั้งปีของเรา เรามอว่าการเติบโตของกำไรใน 2H22 จะพลิกกลับเป็นลบ y-y และ h-h เนื่องจากรายได้บริการโควิดที่ลดลง อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรที่ไม่รวมบริการโควิดจะยังคงเติบโต y-y และ h-h โดยได้แรงหนุนจากผู้ป่วยโรคทั่วไปเงินสด
- แม้ว่าเราจะเห็น upside ต่อคาดการณ์กำไรของเรา แต่การซื้อขายที่ 85.7 เท่า PE ในปี 2023F นั้นแพงในมุมมองของเรา เราจึงคงคำแนะนำ "ขาย" THG

Income Statement					(consolidated)
Yr-end Dec (Bt m)	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
Revenue	1,906	3,861	3,514	3,530	2,674
Gross profit	**493**	**1,437**	**1,271**	**1,191**	**793**
SG&A	342	430	444	440	402
Operating profit	151	1,006	827	750	391
EBITDA	**379**	**1,246**	**1,080**	**996**	**642**
Other income	48	20	57	28	80
Other expense	0	0	3	4	1
Interest expense	72	77	78	75	73
Profit before tax	**127**	**949**	**803**	**699**	**397**
Income tax	29	98	238	154	65
Equity & invest. income	(20)	(20)	96	6	78
Minority interests	12	(0)	(39)	(25)	(14)
Extraordinary items	(5)	2	(8)	(0)	1
Net profit	**84**	**833**	**614**	**527**	**398**
Normalized profit	**90**	**831**	**622**	**527**	**397**
EPS (Bt)	0.10	0.98	0.72	0.62	0.47
Normalized EPS (Bt)	0.11	0.98	0.73	0.62	0.47

Income Statement			6M as		
(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2022F	2022F	2023F
Revenue	(24)	40	60	10,304	9,418
Gross profit	**(33)**	**61**	71	**2,807**	**2,570**
SG&A	(9)	17	52	1,627	1,775
Operating profit	(48)	160	97	1,179	795
EBITDA	**(36)**	**69**	77	**2,139**	**1,815**
Other income	187	68	65	166	170
Other expense	(71)	3,981	187	3	3
Interest expense	(2)	2	53	279	309
Profit before tax	**(43)**	**214**	103	**1,063**	**652**
Income tax	(58)	125	103	213	130
Equity & invest. income	1,157	na	na	76	117
Minority interests	na	na	na	14	
Extraordinary items	na	na			
Net profit	**(24)**	**373**	98	**940**	**639**
Normalized profit	**(25)**	**343**	98	**940**	**639**
EPS (Bt)	(24)	374	98	1.11	0.75
Normalized EPS (Bt)	(25)	344	98	1.11	0.75

Balance Sheet					(consolidated)
Yr-end Dec (Bt m)	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
Cash & ST investment	951	1,209	1,536	1,272	1,094
A/C receivable	1,150	3,626	3,183	3,005	2,869
Inventory	1,346	1,408	1,416	1,428	1,282
Other current assets	1,765	1,773	883	880	882
Investment	1,323	1,371	1,450	1,457	1,648
Fixed assets	10,696	10,862	11,660	11,555	11,620
Other assets	3,378	3,586	3,670	3,637	3,681
Total assets	**20,609**	**23,835**	**23,799**	**23,234**	**23,077**
S-T debt	4,875	5,784	5,606	5,056	5,442
A/C payable	1,243	3,462	2,813	2,219	2,018
Other current liabilities	117	187	316	429	290
L-T debt	5,408	4,553	4,461	4,620	4,298
Other liabilities	988	994	986	981	1,001
Minority interest	405	405	471	472	475
Shareholders' equity	**7,573**	**8,449**	**9,147**	**9,457**	**9,553**
Working capital	1,253	1,572	1,787	2,214	2,133
Total debt	10,283	10,337	10,066	9,676	9,740
Net debt	**9,332**	**9,128**	**8,530**	**8,404**	**8,646**

Financial Ratios					
(%)	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
Sales growth	20.7	101.9	86.7	125.4	40.3
Operating profit growth	na	777.8	712.0	na	159.5
EBITDA growth	191.6	274.5	239.9	771.1	69.5
Norm profit growth	na	1,650.1	1,878.8	na	343.2
Norm EPS growth	na	1,650.1	1,878.8	na	344.1
Gross margin	25.9	37.2	36.2	33.7	29.7
Operating margin	7.9	26.1	23.5	21.3	14.6
EBITDA margin	19.9	32.3	30.7	28.2	24.0
Norm net margin	4.7	21.5	17.7	14.9	14.8
D/E (x)	1.3	1.2	1.0	1.0	1.0
Net D/E (x)	1.2	1.0	0.9	0.8	0.9
Interest coverage (x)	5.3	16.1	13.8	13.3	8.8
Interest rate	2.8	3.0	3.1	3.0	3.0
Effective tax rate	22.8	10.3	29.6	22.0	16.3
ROA	1.8	15.0	10.4	9.0	6.9
ROE	4.7	41.5	28.3	22.7	16.7

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 65 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2210A, ADVANC16C2211A, AMAT16C2209A, AOT16C2212A, AOT16C2209A, BANPU16C2210A, BCH16C2211A, BGRI16C2209A, BLA16C2208A, BLA16C2209A, CBG16C2210A, CENTEL16C2209A, COM716C2208A, COM716C2209A, COM716C2211A, COM716C2211B, COM716C2211C, CPALL16C2211A, EA16C2209A, EA16C2211A, ESSO16C2209A, ESSO16C2209B, FORTH16C2211A, GPSC16C2209A, GULF16C2210A, GUNK16C2209A, HANA16C2209A, HANA16C2211A, IVL16C2209A, IVL16C2211A, JMART16C2210A, JMART16C2211A, JMT16C2210A, JMT16C2211A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KBANK16C2211A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KCE16C2211A, KTC16C2211A, KTC16C2209A, MINT16C2211A, MTC16C2209A, PTG16C2211A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, SAWAD16C2211A, S5016C2209A, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2211A, SCB16C2208A, SET5016C2209B, SET5016P2209B, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, TIDLOR16C2212A, TOP16C2211A, TTA16C2208A, TTA16C2211A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BCH, BGRIM, BLA, CBG, CENTEL, COM7, CPALL, EA, ESSO, FORTH, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, PTG, PTTEP, RBF, RCL, SAWAD, SCB, SET50, SPRC, STEC, TIDLOR, 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 เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ 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 นางอัควินี 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)