



Thonburi Healthcare Group PCL

โควิด-19 ยังเป็นตัวขับเคลื่อนการเติบโตหลัก

- ▶ คงคำแนะนำ "ขาย" ด้วยราคาเป้าหมายปี 2565 ที่ 42.90 บาท ราคาหุ้นเทรด PER ปี 2566 (134.8 เท่า) สูงสุดในกลุ่ม ขณะที่กำไรมีแนวโน้มลดลง YoY ในปี 2565-67
- ▶ คาดกำไรปกติไตรมาส 1/65 อยู่ที่ 524 ลบ. ลดลง 15% QoQ และพลิกกลับจากผลขาดทุนปกติ YoY จากรายได้ที่เพิ่มขึ้นซึ่งมาจากโควิด-19 เป็นหลัก
- ▶ การดำเนินงานไตรมาส 1/2565 น่าจะสะท้อนให้เห็นว่ารายได้จากโควิด-19 ยังคงเป็นปัจจัยหลักในการขับเคลื่อนการเติบโตของรายได้และอัตรากำไรในเชิง YoY

Investment Highlights

- ▶ คาดกำไรไตรมาส 1/2565 จะฟื้นตัว YoY แต่ลดลง QoQ เราคาดว่า THG จะรายงานกำไรปกติไตรมาส 1/2565 ที่ 524 ลบ. ลดลง 15% QoQ พลิกกลับจากผลขาดทุนปกติที่ 164 ลบ. ในไตรมาส 1/2564 การลดลงเชิง QoQ น่าจะมาจากรายได้และอัตรากำไรที่ลดลง ขณะที่การฟื้นตัวเชิง YoY น่าจะได้รับแรงหนุนจากรายได้และอัตรากำไรที่สูงขึ้น หากรวมผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน (FX) แล้ว เราคาดว่ากำไรสุทธิจะอยู่ที่ 464 ลบ. ลดลง 27% QoQ และพลิกกลับจากขาดทุนสุทธิที่ 215 ลบ. ในไตรมาส 1/2564 ทั้งนี้ กำไรปกติในไตรมาส 1/2565 คิดเป็น 37% ของประมาณการทั้งปีของเราและ 98% ของตลาด
- ▶ คาดรายได้เติบโตแข็งแกร่ง YoY หนุนจากรายได้โควิด-19 รายได้รวมคาดว่าจะอยู่ที่ 3.4 พันลบ. ลดลง 4% QoQ แต่เพิ่มขึ้น 115% YoY เราคาดว่ารายได้จากโควิด-19 รวมรายได้จากการฉีดวัคซีนทางเลือกที่ 1.1 พันลบ. คิดเป็น 33% ของรายได้รวมในไตรมาส 1/2565 เทียบกับ 35% ในไตรมาส 4/2564 และศูนย์ในไตรมาส 1/2564 รายได้โรงพยาบาลคาดว่าจะลดลง 20% QoQ แต่เพิ่มขึ้น 25% YoY หนุนจากรายได้จากโควิด-19 ธุรกิจบริหารโรงพยาบาลและยอดขายผลิตภัณฑ์คาดว่าจะเติบโต 15% และ 4% YoY ตามลำดับ ทั้งนี้ THG โอนกรรมสิทธิ์เพียง 2 ยูนิตของโครงการเงินเฟ้อ เวิลด์มอลล์ ลดลงจาก 8 ยูนิตในไตรมาส 4/2564 และ 4 ยูนิตในไตรมาส 1/2564 ทำรายได้ 10 ลบ. ลดลง 50% YoY
- ▶ คาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะอยู่แค่เหนือระดับ 30% เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) จะอยู่ที่ 33.5% ในไตรมาส 1/2565 ลดลงจาก 36.5% ในไตรมาส 4/2564 แต่เพิ่มขึ้นจาก 14.7% ในไตรมาส 1/2564 การลดลงเชิง QoQ น่าจะมาจากรายได้ที่ลดลงจากโควิด-19 ซึ่งมีอัตรากำไรสูงและไม่สามารถหักล้างด้วยค่าเสื่อมราคาเกี่ยวกับโรงพยาบาลสนามที่ลดลง ขณะที่ EBITDA margin น่าจะมีแนวโน้มในทิศทางเดียวกันโดยลดลง QoQ แต่เพิ่มขึ้น YoY เป็น 29.1% ในไตรมาส 1/2565
- ▶ คาดส่วนแบ่งกำไรจะยังคงแข็งแกร่ง ส่วนแบ่งกำไรคาดว่าจะอยู่ที่ 58 ลบ. ลดลง 12% QoQ แต่เพิ่มขึ้น 10 เท่า YoY เราคาดว่าโรงพยาบาลในเครือ คือ สิริเวช อุบลรักษ์ และ ArYu จะมีรายได้เพิ่มขึ้น YoY จากการระบาดของโควิด-19 ขณะที่กำไรสุทธิของ ArYu ที่ไม่รวมผลขาดทุนจาก FX น่าจะยังคงปรับตัวดีขึ้นทั้ง QoQ และ YoY เนื่องจากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นจากการจำกัดเที่ยวบิน
- ▶ ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อยจะยังติดลบ เราคาดว่าส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อยจะติดลบที่ 36 ลบ. ลดลง 8% QoQ และพลิกกลับจากแดนบวกที่ 8 ลบ. ในไตรมาส 1/2564 ซึ่งน่าจะเป็นผลจากรพ. หงส์ และรพ. ราษฎร์ยินดี ที่ได้รับประโยชน์จากอุปสงค์ในการรักษาโควิดในภาคใต้ แม้ว่าเราจะชะลอตัวลงจากไตรมาส 4/2564

Valuation and Recommendation

- ▶ เราประเมินมูลค่าหุ้น THG ด้วยวิธี มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (NAV) ราคาเป้าหมายปี 2565 ของเราอยู่ที่ 42.9 บาท (อิงจากหุ้นจำนวน 847.5 ล้านหุ้น) แบ่งเป็นมูลค่าธุรกิจบริการโรงพยาบาลที่ 42.3 บาท อิงด้วยวิธี DCF และ WACC ที่ 6.3% และมูลค่าจากการถือหุ้น 5.1% ใน RJH ที่ 0.6 บาท อิงจากราคาเป้าหมายของ RJH ปี 2565 ที่ 31.9 บาท ราคาเป้าหมายปี 2565 ของเราสะท้อน PER ปี 2566 ที่ 58.4 เท่า ต่ำกว่าระดับเฉลี่ย 4 ปี ของ THG ที่ 90.4 เท่า และสะท้อนอัตราผลตอบแทนเงินปันผลที่ 2.6% ในปี 2565
- ▶ เราคงคำแนะนำ "ขาย" THG แม้เราจะคาดว่ากำไรของ THG จะเติบโตอย่างแข็งแกร่ง YoY แต่การลดลงเชิง QoQ สะท้อนถึงโมเมนตัมของรายได้จากโควิด-19 ที่ลดลง ซึ่งเป็นปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตหลักของรายได้ในช่วง 3 ไตรมาสที่ผ่านมา ราคาหุ้นที่เพิ่มขึ้น 125% ในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมา ดูจะสะท้อนการฟื้นตัวของกำไรในปี 2564 ที่มากเกินไป เราคาดว่ากำไรปกติจะลดลง 4% ในปี 2565 และ 56% ในปี 2566 ทั้งนี้ ประมาณการของเราจะไม่รวมการลงทุนในโรงพยาบาลธนบุรีรสิตซึ่ง THG ถือหุ้น 30% ราคาหุ้นปัจจุบันซื้อขายอิงตาม PER ปี 2566 (เป็นปีที่ไม่นำมีผลกระทบจากโควิด-19) ที่ 134.8 เท่า ซึ่งสูงที่สุดในกลุ่มโรงพยาบาล และเทียบกับระดับเฉลี่ยของกลุ่ม (ไม่รวม THG) ที่ 31 เท่า ส่วน upside risk คือการระบาดของโควิด-19 สายพันธุ์ใหม่ การกลับมาของผู้ป่วยจากตะวันออกกลางที่เร็วกว่าคาดและการเข้าซื้อกิจการหรือการควบรวม

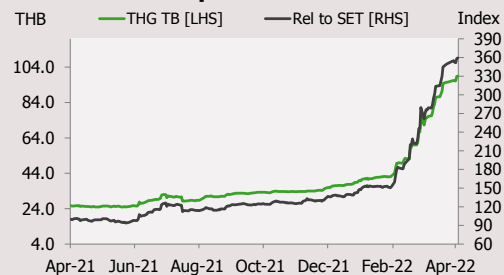
THG TB Underperform

Target Price	Bt	42.90
Price (22/04/2022)	Bt	99.00
Downside	%	56.67
Valuation	NAV	
Sector	Health Care Services	
Market Cap	Btm	83,899
30-day avg turnover	Btm	505.32
No. of shares on issue	m	847
CG Scoring	Excellent	
Anti-Corruption Indicator	N/A	

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2021	2022E	2023E	2024E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	10,847	11,950	8,570	8,783
Core profit (Btmn)	1,460	1,403	622	682
Net profit (Btmn)	1,337	1,403	622	682
Net EPS (Bt)	1.58	1.66	0.73	0.80
DPS (Bt)	0.90	1.11	0.55	0.60
BVPS (Bt)	10.77	12.32	12.20	12.41
Net EPS growth (%)	nm	5.13	-55.67	9.64
ROA (%)	5.70	6.69	3.17	3.60
ROE (%)	14.62	13.44	6.02	6.49
Net D/E (x)	0.89	0.61	0.60	0.52
Valuation				
P/E (x)	23.65	59.78	134.85	123.00
P/BV (x)	3.46	8.04	8.11	7.98
EV/EBITDA (x)	13.67	31.63	48.51	45.98
Dividend yield (%)	2.41	1.12	0.56	0.61

THG TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

Disclaimer: KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/ or market maker of the securities mentioned in this document and/ or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

Analyst

Piyachat Ratanasuvan

Piyachat.r@kasikornsecurities.com

25 April 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited

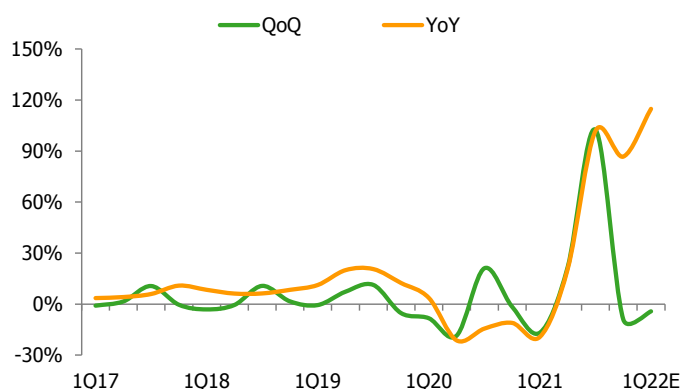


Fig 1 Earnings estimates for 1Q22E

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	%YoY	%QoQ	%YTD	2022E	% YoY
Financials										
Total revenues (Btmn)	1,566	1,906	3,861	3,514	3,364	114.8	-4.3	28.2	11,950	10.2
EBITDA (Btmn)	84	423	1,243	1,248	980	1,070.1	-21.5	34.0	2,881	-3.2
Operating profit (Btmn)	-109	158	1,006	856	707	751.1	-17.5	40.9	1,728	-9.6
Core profit (Btmn)	-164	121	890	613	524	419.5	-14.6	37.3	1,403	-3.9
Core profit excld property sale (Btmn)	-169	116	885	602	521	407.8	-13.5	38.0	1,372	-4.3
Net profit (Btmn)	-215	84	833	635	464	315.7	-27.0	33.0	1,403	4.9
Net EPS (Bt)	-0.25	0.10	0.98	0.75	0.55	316.1	-26.9	33.0	1.7	5.1
Performance Drivers										
Hospital revenues (Btmn)	1,365	1,710	3,641	3,308	2,660	94.8	-19.6	27.6	9,651	-3.7
Gross margin (%)	14.8	26.9	38.7	38.3	39.7	168.8	3.6	123.6	32	-3.5
Property sales (Btmn)	20	18	22	38	10	-50.0	-73.7	8.3	120	25.4
Gross margin (%)	33.5	34.3	33.5	34.4	33.0	-1.5	-4.0	100.0	33	0.9
Ratios										
Gross margin (%)	14.7	25.9	37.2	36.5	33.5	18.8	-3.0	33.5	28.2	-3.5
EBITDA margin (%)	5.3	22.2	32.2	35.5	29.1	23.8	-6.4	29.1	24.1	-3.3
Optg. margin (%)	-6.9	8.3	26.1	24.4	21.0	27.9	-3.4	21.0	14.5	-3.2
ROE (%)	-11.2	4.4	39.4	27.8	19.5	30.7	-8.3	19.5	13.4	-1.2

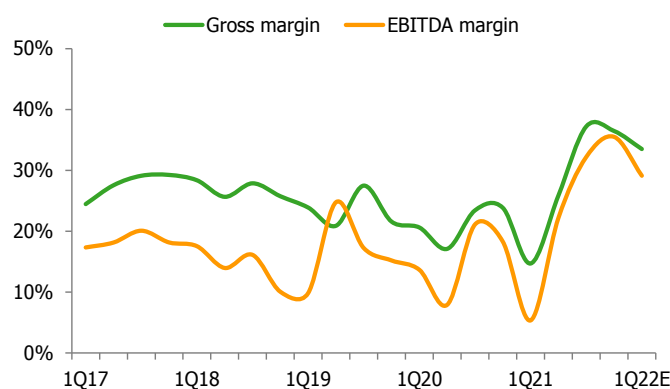
Source: Company data, KS Research

Fig. 2 Total revenue growth – QoQ and YoY



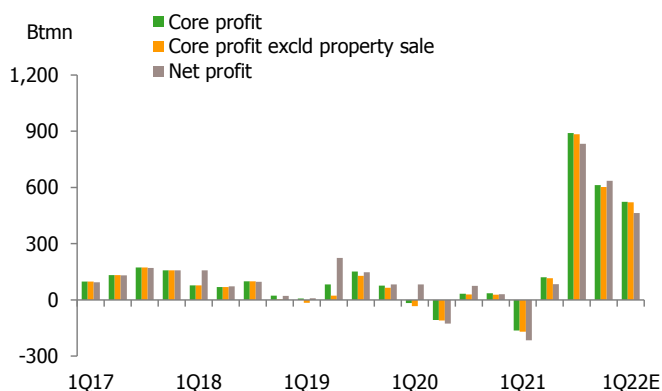
Source: Company and KS Research

Fig. 3 Gross margin and EBITDA margin



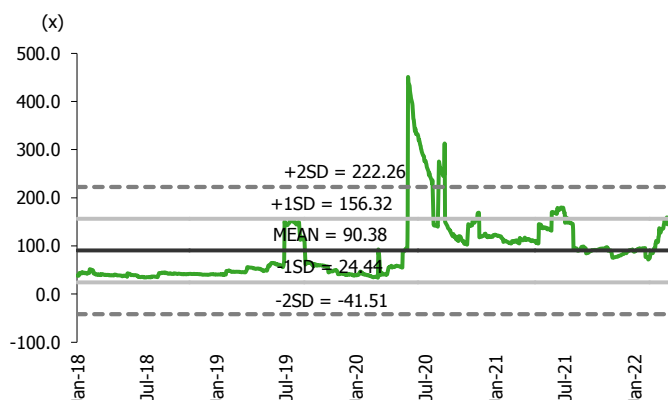
Source: Company and KS Research

Fig. 4 Net profit, core profit (excl. property), core profit



Source: Company and KS Research

Fig. 5 12M FWD PER (x)



Source: Bloomberg and KS Research



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue	7,315	10,847	11,950	8,570	8,783
Cost of sales and services	-5,748	-7,406	-8,576	-6,351	-6,482
Gross Profit	1,567	3,442	3,374	2,218	2,301
SG&A	-1,405	-1,530	-1,645	-1,555	-1,588
Other income	0	0	0	0	0
EBIT	393	2,033	2,014	954	1,011
EBITDA	1,138	2,977	2,881	1,875	1,962
Interest expense	-281	-299	-275	-205	-183
Equity earnings	6	122	162	171	177
EBT	113	1,734	1,738	749	828
Income tax	-90	-377	-300	-110	-124
NPAT	23	1,357	1,438	639	704
Minority Interest	-40	19	35	16	22
Core Profit	-56	1,460	1,403	622	682
Extraordinary items	82	-36	0	0	0
FX gain (loss)	37	-87	0	0	0
Reported net profit	62	1,337	1,403	622	682

Balance Sheet (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Cash & equivalents	496	1,482	1,138	800	815
ST investments	0	0	0	0	0
Accounts receivable	1,351	3,183	1,743	1,343	1,393
Inventories	1,350	1,416	1,289	1,168	1,062
Other current assets	1,696	937	922	940	960
Total current assets	4,892	7,018	5,092	4,251	4,229
Investment in subs & others	3,777	4,442	4,644	4,870	5,094
Fixed assets-net	8,805	9,776	9,314	8,750	8,137
Other assets	2,806	2,563	2,444	2,279	2,112
Total assets	20,280	23,799	21,494	20,149	19,572
Short-term debt	3,820	5,606	4,976	4,776	4,776
Accounts payable	1,097	2,813	1,413	713	713
Other current liabilities	126	316	274	196	209
Total current liabilities	5,043	8,734	6,663	5,684	5,698
Long-term debt	5,905	4,461	2,890	2,590	1,790
Other liabilities	1,001	986	996	1,011	1,026
Total liabilities	11,949	14,181	10,549	9,285	8,513
Paid-up capital	849	849	847	847	847
Share premium	6,861	6,861	6,848	6,848	6,848
Reserves & others, net	-677	-536	-380	-380	-380
Retained earnings	862	1,973	3,125	3,027	3,200
Minority interests	436	471	505	522	544
Total shareholders' equity	8,331	9,618	10,945	10,864	11,059
Total equity & liabilities	20,280	23,799	21,494	20,149	19,572

Key Assumptions	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Avg visits per day	2,497	2,367	2,718	2,855	2,860
Revenue per visit (Bt)	2,670	3,035	2,738	2,656	2,683
% Growth	4.9	13.7	-9.8	-3.0	1.0
Avg daily census (ADC)	322	283	333	360	373
Revenue per census (Bt)	24,353	27,594	25,799	24,303	23,646
% Growth	17.4	13.3	-6.5	-5.8	-2.7

Cashflow (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Net profit	62	1,337	1,403	622	682
Depreciation & amortization	827	944	1,030	1,092	1,128
Change in working capital	-662	759	141	-275	49
Others	7	7	0	0	0
CF from operation activities	234	3,048	2,574	1,439	1,859
Capital expenditure	-1,375	-1,915	-568	-528	-515
Investment in subs and affiliates	515	-664	-202	-226	-225
Others	-93	243	118	165	167
CF from investing activities	-954	-2,336	-652	-588	-573
Cash dividend	-255	-252	-252	-720	-509
Net proceeds from debt	884	341	-2,200	-500	-800
Capital raising	0	0	-15	0	0
Others	-153	187	200	31	37
CF from financing activities	477	275	-2,266	-1,189	-1,272
Net change in cash	-243	987	-344	-338	14

Key Statistics & Ratios	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Per share (Bt)					
Reported EPS	0.07	1.58	1.66	0.73	0.80
Core EPS	-0.07	1.72	1.66	0.73	0.80
DPS	0.30	0.90	1.11	0.55	0.60
BV	9.30	10.77	12.32	12.20	12.41
EV	37.13	47.91	107.54	107.36	106.43
Free Cash Flow	-1.34	1.33	2.37	1.08	1.59
Valuation analysis					
Reported P/E (x)	350.22	23.65	59.78	134.85	123.00
Core P/E (x)	-389.65	21.66	59.78	134.85	123.00
P/BV (x)	2.77	3.46	8.04	8.11	7.98
EV/EBITDA (x)	27.71	13.67	31.63	48.51	45.98
Price/Cash flow (x)	93.24	10.38	32.60	58.30	45.13
Dividend yield (%)	1.17	2.41	1.12	0.56	0.61
Profitability ratios					
Gross margin (%)	21.42	31.73	28.23	25.89	26.19
EBITDA margin (%)	15.56	27.44	24.11	21.89	22.34
Operating Margin (%)	2.22	17.63	14.46	7.74	8.12
Net profit margin (%)	0.31	12.51	12.04	7.45	8.02
ROA (%)	0.11	5.70	6.69	3.17	3.60
ROE (%)	0.79	14.62	13.44	6.02	6.49
Liquidity ratios					
Current ratio (x)	0.97	0.80	0.76	0.75	0.74
Quick ratio (x)	0.37	0.53	0.43	0.38	0.39
Leverage Ratios					
Liabilities/Equity ratio (x)	1.43	1.47	0.96	0.85	0.77
Net debt/EBITDA (x)	8.11	2.88	2.34	3.50	2.93
Net debt/equity (x)	1.11	0.89	0.61	0.60	0.52
Int. coverage ratio (x)	1.40	6.80	7.31	4.65	5.54
Growth					
Revenue (%)	-11.14	48.30	10.16	-28.28	2.49
EBITDA (%)	-18.02	161.59	-3.21	-34.91	4.60
Reported net profit (%)	-86.50	nm	4.93	-55.67	9.64
Reported EPS (%)	-86.50	nm	5.13	-55.67	9.64
Core profit (%)	nm	nm	-3.88	-55.67	9.64
Core EPS (%)	nm	nm	-3.69	-55.67	9.64

Source: Company, KS estimates

Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period

Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period

Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

Corporate Governance Report Disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BEM, BGRIM, BH, CBG, CHG, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KTC, MINT, MTC, OSP, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TIDLOR, TISCO, TOP, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.