

BUY (Unchanged)

Transfer Of Coverage

TP: Bt 15.00

(From: Bt 12.00)

4 JUNE 2021

Upside : 11.9%

BEC World Pcl (BEC TB)

มีปัจจัยผลักดันการเติบโตมากขึ้น

หลังจากปรับโครงสร้างธุรกิจมาหลายปีเพื่อพยายามทำกำไรภายใต้ฐานอัตราค่าโฆษณาใหม่ที่ต่ำลง BEC ก็ได้กลับมาทำกำไรใน 3Q20 เราคาดว่ากำไรจากการฟื้นตัวแข็งแกร่งในปี 2021-22F ก่อนเติบโตปกติในปี 2023F เราคาดว่าแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายปี 2022F ที่ 15 บาท



RATA LIMSUTHIWANPOOM

662 – 483 8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ปรับเปลี่ยนประมาณการกำไร และราคาเป้าหมาย

เราลดคำแนะนำ "ซื้อ" BEC โดยมีราคาเป้าหมายปีฐาน 2022F ที่ 15 บาท (จาก 12 บาท) เนื่องจาก 1) เราเห็นปัจจัยหนุนการฟื้นตัวของกำไรที่แข็งแกร่งจากการขายหุ้น 60% ของ BEC Tero ซึ่งมีผลขาดทุน ค่าใช้จ่ายที่ลดลงไปอีก และอัตราการใช้เวลาโฆษณาที่เพิ่มขึ้นจากการปรับผังรายการใหม่ และการปรับเปลี่ยนคาดการณ์กำไรของเราขึ้น 30-57% ในปี 2021-23F 2) หลังจากปรับโครงสร้างใหม่หลายปี เราชอบที่ BEC พบหนทางทำกำไรภายใต้ฐานอัตราค่าโฆษณาใหม่ที่ต่ำลง (86,000 บาทเทียบกับระดับสูงสุดในปี 2014 ที่ 215,000 บาทต่อหน้า) 3) เราเชื่อว่า BEC มีราคาไม่แพง โดยซื้อขายที่ PE ที่ 20 เท่า ในปี 2023F ซึ่งถูก de-rated แล้วจากระดับปีก่อนการเปิดเสรีอุตสาหกรรมที่ซื้อขายเฉลี่ยที่ 35 เท่า

ปัจจัยผลักดันการฟื้นตัวเพิ่มเติม

BEC ขาดทุนต่อเนื่องในช่วงปี 2017-1H20 และทำกำไรใน 2H20 ปัจจัยผลักดันการพลิกฟื้น คือ การลดต้นทุน และการใช้ประโยชน์จากคอนเทนต์รายการเป็นเวลาหลายปีผ่านทาง 2 แพลตฟอร์มใหม่ในแพลตฟอร์ม OTT ออนไลน์ และการขายลิขสิทธิ์รายการในต่างประเทศ เราคาดว่าต้นทุนที่ลดลงรวมอยู่ที่ 5 พันลบ. และยอดขายลิขสิทธิ์รายการเพิ่มขึ้นเป็น 838 ลบ. ในปีที่แล้ว ปัจจัยผลักดันเพิ่มเติมตั้งแต่ปีนี้ได้แก่ การขายหุ้นใน BEC Tero ซึ่งมีผลขาดทุน ต้นทุนที่ลดลงอีก 10% ต่อปี ใน 2 ปีข้างหน้า สองแพลตฟอร์มใหม่จะทำให้รายได้เพิ่มขึ้น 20% ต่อปี ในอีกสองปีข้างหน้า และอัตราการใช้เวลาโฆษณาที่เพิ่มขึ้นจากการปรับผังรายการทีวี เราจึงคาดว่าจะมีกำไร 7500 ลบ. ในปี 2021F, 1.1 พันลบ. ในปี 2022F และกลับมาสู่ระดับปกติที่ 1.4 พันลบ. ในปี 2023F

ธุรกิจดั้งเดิมดีขึ้น

เม็ดเงินโฆษณาผ่านสื่อโทรทัศน์ (adex) ในช่วงโควิดระบดลดลงเพียง 10% ในปี 2020 เทียบกับเม็ดเงินโฆษณารวมที่ลดลงถึง 13% เนื่องจากแนวโน้มการทำงานที่บ้าน เราคาดว่าเม็ดเงินโฆษณาผ่านสื่อโทรทัศน์จะฟื้นตัว 3/2/1% ในปี 2021-23F เราเชื่อว่า BEC จะได้ส่วนแบ่งตลาด Adex เพิ่มขึ้นในช่วงกลาง 2Q21 เมื่อเริ่มผังรายการที่ปรับใหม่ เราคาดว่าอัตราการใช้เวลาโฆษณาจะดีขึ้นจาก 63% ในปี 2020 เป็น 70/73/75% ในปี 2021-23F การปรับผังรายการ ได้แก่ การมีช่วงเวลาของรายการข่าวมากขึ้นหลังจากการกลับมาของผู้ประกาศข่าวที่ได้รับความนิยมอย่างสูง - นายสรยุทธ สุทัศนาจินดา ผู้สร้างรายได้หลักของ BEC การกลับมาฉายละครใหม่แทนฉายละครรีรัน และลดรายการวาไรตี้ที่มีเรตติ้งต่ำ ปัจจุบันละครช่วง early prime ได้เรตติ้งสูงขึ้น และมีอัตราการใช้เวลาโฆษณาเกือบเต็ม

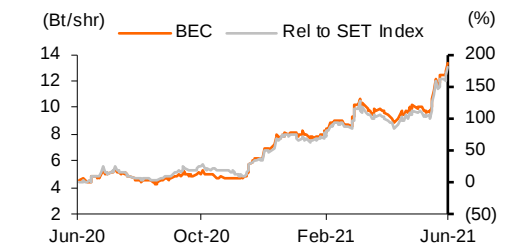
มีรายได้จากการขายลิขสิทธิ์รายการเพิ่มขึ้น

สมมติฐานการเติบโตของยอดขายคอนเทนต์ในแพลตฟอร์ม OTT และการขายลิขสิทธิ์รายการในต่างประเทศที่ 20% ต่อปี ของเรานั้นได้รับแรงหนุนจากจำนวนละครที่เพิ่มขึ้น และการขยายตลาดไปยังญี่ปุ่น เกาหลี ไต้หวัน นอกเหนือไปจากจีน แพลตฟอร์มเหล่านี้ไม่มีต้นทุนการผลิตรายการเนื่องจากรายการละครเป็นรายการเดียวกันกับที่ออกอากาศในช่อง 3

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	5,861	6,351	6,890	7,285
Net profit	(214)	750	1,087	1,369
Consensus NP	—	662	953	1,101
Diff frm cons (%)	—	13.3	14.1	24.3
Norm profit	(146)	750	1,087	1,369
Prev. Norm profit	—	577	788	869
Chg frm prev (%)	—	30.0	37.9	57.4
Norm EPS (Bt)	(0.1)	0.4	0.5	0.7
Norm EPS grw (%)	na	na	44.9	25.9
Norm PE (x)	na	35.7	24.7	19.6
EV/EBITDA (x)	13.3	8.8	7.7	7.0
P/BV (x)	5.0	4.6	4.4	4.2
Div yield (%)	0.0	2.5	3.7	4.6
ROE (%)	na	13.4	18.3	22.0
Net D/E (%)	7.4	5.7	4.6	3.7

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

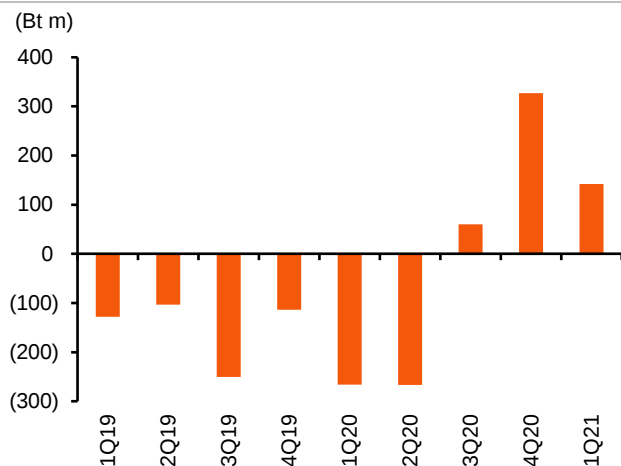
Price as of 4-Jun-21 (Bt)	13.40
Market Cap (US\$ m)	856.9
Listed Shares (m shares)	2,000.0
Free Float (%)	49.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	11.1
12M Price H/L (Bt)	13.40/4.24
Sector	MEDIA
Major Shareholder	Maleenont Family 33.4%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

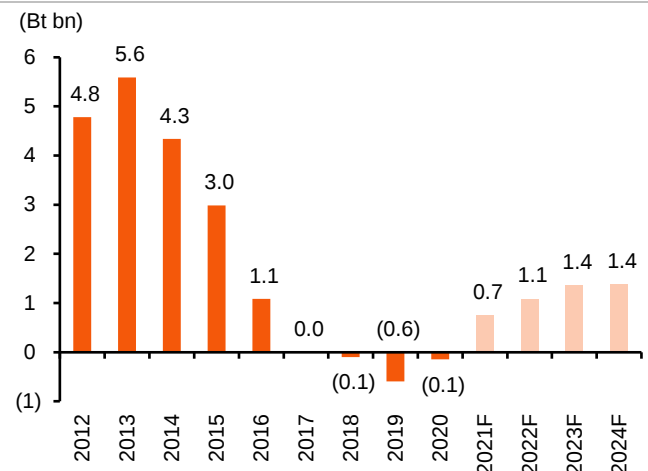
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

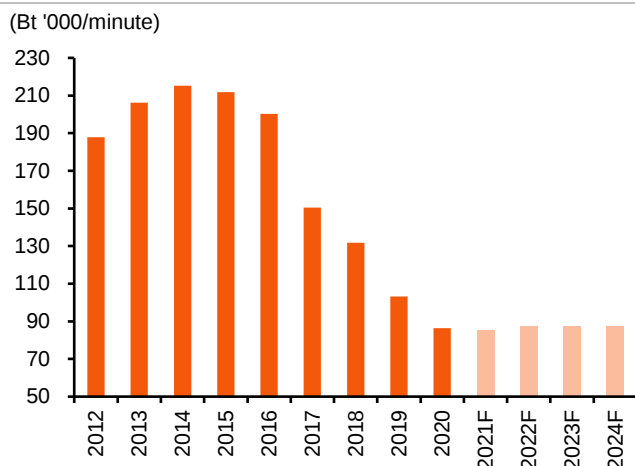


Ex 1: BEC Turned To A Normalized Profit In 3Q20

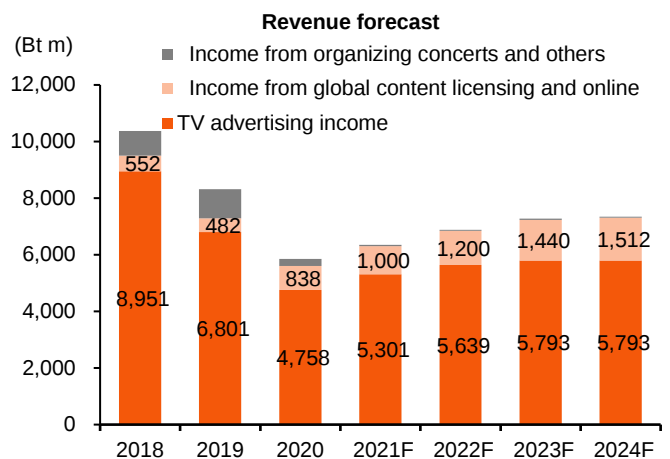
Source: Company data

Ex 2: Strong Normalized Profit Turnaround In 2021-22F

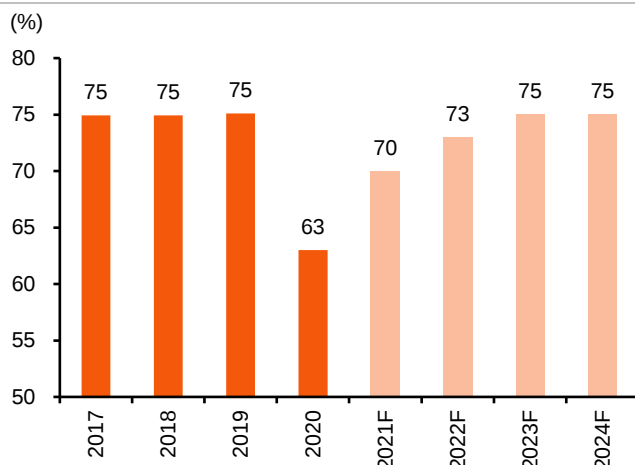
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Profit Turnaround Despite De-rated Ad Rate

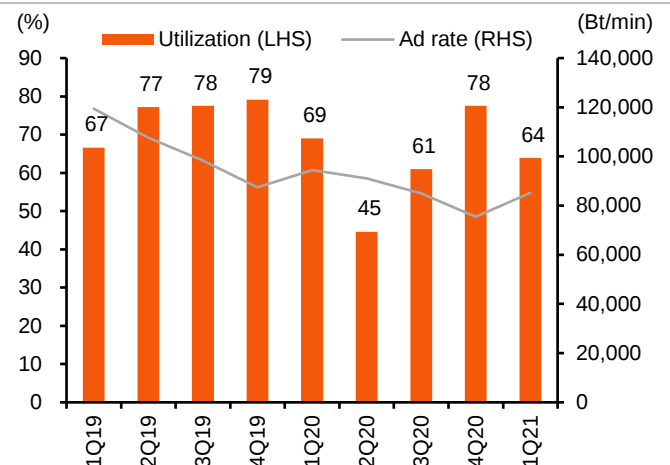
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Growing Content Sales Overseas And Online

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Utilization Forecasts

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: We Expect Improving Revenue Momentum...

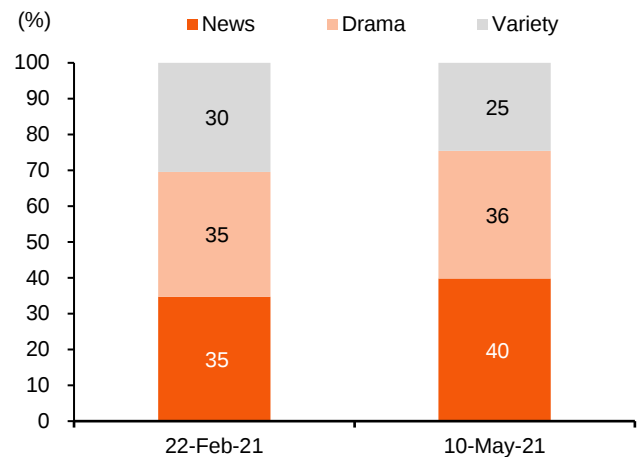
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: ...From Program Reshuffling in May 2021



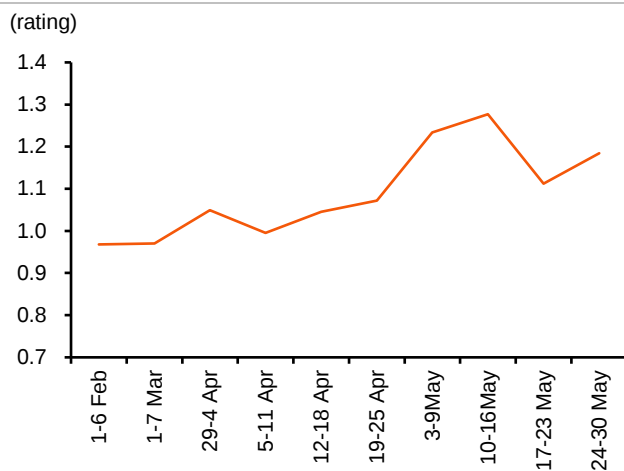
Source: Company data

Ex 8: Raising Popular News Content



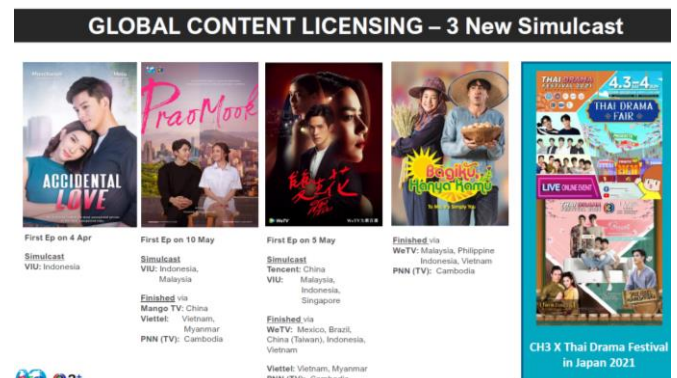
Source: Thanachart compilation

Ex 9: Improving TV Rating Post Program Reshuffle



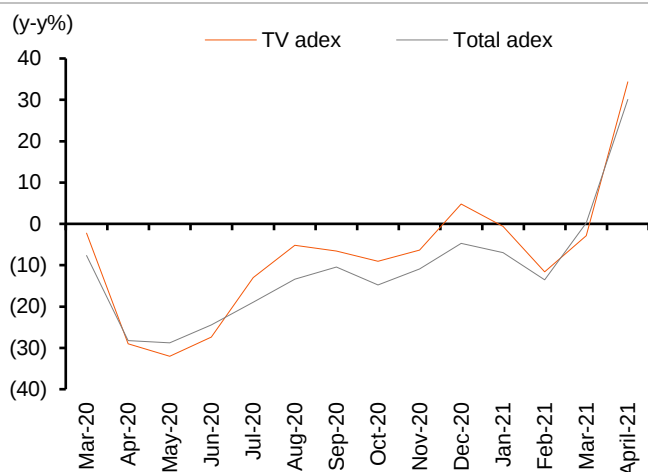
Source: TV Digital Watch compiled data from Nielsen

Ex 10: 2Q21 Global Content Licensing And More In 2H21



Source: Company data

Ex 11: TV Adex Has Been Resilient Due To WFH Trend

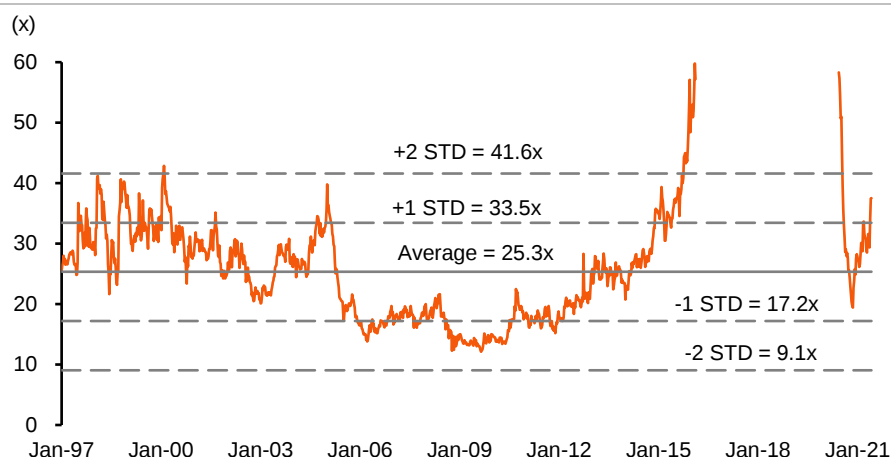


Source: Nielsen Thailand
WFH stands for work-from-home

Ex 12: TV Advertising Expenditure Growth Forecasts



Sources: Nielsen Thailand, Thanachart estimates

Ex 13: 2023F PE, Full Turnaround Year, Already De-rated From Pre-liberalization Period

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 14: Our Key Assumption Changes

	2020	2021F	2022F	2023F
Total revenue (Bt m)				
New	5,861	6,351	6,890	7,285
Old		6,359	6,803	6,977
Change (%)		(0.1)	1.3	4.4
Advertised minutes				
New	45,648	61,320	63,948	65,700
Old		60,225	60,225	60,225
Change (%)		1.8	6.2	9.1
Total operating costs (Bt m)				
New	5,927	5,346	5,467	5,510
Old		5,672	5,765	5,853
Change (%)		(5.8)	(5.2)	(5.9)
Contribution post divesting BEC TERO (Bt m)				
		146	30	31
Normalized profit (Bt m)				
New	(146)	750	1,087	1,369
Old		577	788	869
Change (%)		30.0	37.9	57.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 15: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	3,520	3,875	3,883	3,860	3,885	3,894	3,904	3,914	3,924	3,934	3,940	—
Free cash flow	3,040	3,345	3,400	3,390	3,390	3,298	3,408	3,415	3,423	3,431	3,329	34,492
PV of free cash flow	3,032	2,721	2,494	2,243	1,979	1,729	1,604	1,443	1,299	1,169	971	10,063
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.3											
WACC (%)	10.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	30,747											
Net debt (2021F)	329											
Minority interest	0											
Equity value	30,418											
# of shares (m)	2,000											
Target price/share (Bt)	15											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 16: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. yield	
			21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Entertainment Ne	ENIL IN	India	na	na	na	41.2	1.0	1.0	68.1	5.7	0.6	0.8
Sun TV Network	SUNTV IN	India	1.9	10.7	14.7	13.3	3.4	3.0	8.5	7.1	3.9	4.3
Zee Entertainment	Z IN	India	84.5	16.1	14.3	12.3	1.9	1.7	8.8	7.7	1.8	2.1
Surya Citra Media	SCMA IJ	Indonesia	7.1	15.7	19.1	16.5	4.5	3.8	14.1	12.5	2.6	2.8
Media Nusantara	MNCN IJ	Indonesia	28.4	11.9	5.6	5.0	0.8	0.7	4.6	4.1	3.7	5.4
Beijing Gehua	600037 CH	China	196.6	14.3	28.1	24.6	1.1	1.0	6.2	5.6	1.2	1.4
Media Prima Bhd	MPR MK	Malaysia	na	55.4	19.6	12.8	0.9	1.0	4.0	3.7	0.0	0.0
BEC World*	BEC TB	Thailand	na	44.9	35.7	24.7	4.6	4.4	8.8	7.7	2.5	3.7
MAJOR Cineplex*	MAJOR TB	Thailand	na	34.1	23.9	17.8	2.7	2.5	13.6	10.7	2.5	4.5
Plan B Media*	PLANB TB	Thailand	44.6	173.3	122.5	44.8	4.6	4.3	9.6	8.0	0.3	1.2
RS Pcl*	RS TB	Thailand	34.6	31.6	33.9	25.8	9.9	9.0	15.3	11.9	2.4	3.3
VGI Global Media**	VGI TB	Thailand	322.2	58.0	70.5	44.6	4.2	4.0	46.8	34.1	1.1	1.7
Workpoint Ent**	WORK TB	Thailand	na	na	na	na	2.6	2.6	18.8	15.8	0.0	0.2
Average			90.0	42.4	35.3	23.6	3.2	3.0	17.5	10.4	1.7	2.4

Source: Bloomberg
Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth
** VGI's fiscal year ends in March.
Based on 4-Jun-21 closing price

กรุณารับชมรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท บีอีซี เวิลด์ จำกัด (มหาชน) (BEC) เป็นบริษัทโฮลดิ้ง ที่ทำธุรกิจสื่อหลากหลาย โดยสามารถแยกออกเป็นกลุ่มตามลักษณะของธุรกิจที่ดำเนินการได้ดังนี้ คือ 1) กลุ่มธุรกิจดำเนินการออกอากาศและสื่อโฆษณา ซึ่งประกอบด้วย ธุรกิจโทรทัศน์ และสื่อข่าว 2) กลุ่มธุรกิจดำเนินการจัดหา-ผลิตรายการ และจัดจำหน่ายรายการ และ 3) ผลิตและจัดแสดงคอนเสิร์ต โชว์ และกิจกรรมต่างๆ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

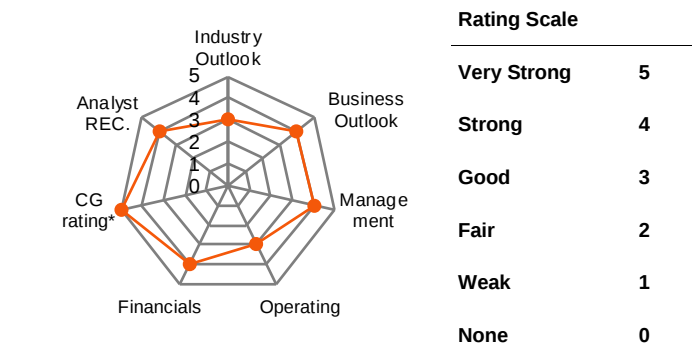
S — Strength

- BEC มีงบดุลที่แข็งแกร่งอย่างมาก
- BEC มีนักแสดงเป็นของตัวเอง
- มีส่วนแบ่งผู้ชมเป็นอันดับสองรองจากช่อง 7.

O — Opportunity

- ด้วยโอกาสในการขยายไปยังแพลตฟอร์มดิจิทัลและออนไลน์ใหม่ BEC จึงน่าจะสามารมีรายได้เพิ่มเติม
-

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- มีโอกาสในการลงทุนน้อยและยังห่างไกล ดังนั้นจึงยังไม่เร่งลงทุนในขณะนี้
-

T — Threat

- การเปิดเสรีอุตสาหกรรมจะทำให้มีคู่แข่งมากขึ้นในตลาด และทำให้ความสามารถในการทำกำไรลดลง
- ส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้นของแพลตฟอร์มดิจิทัล ทำให้ผู้โฆษณามีทางเลือกมากขึ้นและส่งผลกระทบต่อค่าปรับขึ้นอัตราค่าโฆษณาของ BEC

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	11.77	15.00	27%
Net profit 21F (Bt m)	662	750	13%
Net profit 22F (Bt m)	953	1,087	14%
Consensus REC	BUY: 9	HOLD: 0	SELL: 3

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิปี 2021-22F ของเรายิ่งสูงกว่าตลาด เนื่องจากเรา รวมกระทบเชิงบวกจากการลดลงของค่าใช้จ่าย โดยเฉพาะต้นทุนการผลิตในประมาณการ
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากมีอัตราการใช้เวลาโฆษณาที่เพิ่มขึ้นต่ำกว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากต้นทุนการผลิตรายการของบริษัทฯ สูงกว่าประมาณการปัจจุบัน
- หากการพัฒนาของช่องทางทีวีดิจิทัล และแพลตฟอร์มออนไลน์อื่นเร็วกว่าคาด
- หากเม็ดเงินโฆษณาในประเทศฟื้นตัวช้ากว่าคาด
- หากรายได้จากลิขสิทธิ์และออนไลน์ต่ำกว่าคาด

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	8,310	5,861	6,351	6,890	7,285
Cost of sales	7,536	4,583	4,749	4,822	4,829
Gross profit	774	1,278	1,602	2,067	2,456
% gross margin	9.3%	21.8%	25.2%	30.0%	33.7%
Selling & administration expenses	1,482	1,344	597	644	681
Operating profit	(708)	(66)	1,005	1,423	1,775
% operating margin	-8.5%	-1.1%	15.8%	20.7%	24.4%
Depreciation & amortization	3,070	2,110	2,095	2,097	2,100
EBITDA	2,363	2,044	3,100	3,520	3,875
% EBITDA margin	28.4%	34.9%	48.8%	51.1%	53.2%
Non-operating income	97	47	32	34	36
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(127)	(117)	(100)	(99)	(101)
Pre-tax profit	(738)	(135)	937	1,359	1,711
Income tax	(62)	98	187	272	342
After-tax profit	(676)	(233)	750	1,087	1,369
% net margin	-8.1%	-4.0%	11.8%	15.8%	18.8%
Shares in affiliates' Earnings	28	(2)	0	0	0
Minority interests	52	90	0	0	0
Extraordinary items	199	(68)	0	0	0
NET PROFIT	(397)	(214)	750	1,087	1,369
Normalized profit	(596)	(146)	750	1,087	1,369
EPS (Bt)	(0.2)	(0.1)	0.4	0.5	0.7
Normalized EPS (Bt)	(0.3)	(0.1)	0.4	0.5	0.7

We project earnings to
normalize in 2023F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	4,695	3,889	4,036	4,155	4,242
Cash & cash equivalent	2,816	2,598	2,630	2,630	2,630
Account receivables	1,459	1,117	1,218	1,321	1,397
Inventories	4	2	3	3	3
Others	416	171	185	201	213
Investments & loans	119	41	41	41	41
Net fixed assets	348	268	248	226	201
Other assets	6,192	5,321	5,831	5,912	6,158
Total assets	11,354	9,519	10,157	10,334	10,643
LIABILITIES:					
Current liabilities:	2,004	818	992	941	1,018
Account payables	818	474	520	528	529
Bank overdraft & ST loans	330	0	0	0	0
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	855	344	471	413	488
Total LT debt	2,998	2,999	2,959	2,911	2,865
Others LT liabilities	634	293	385	401	415
Total liabilities	5,636	4,110	4,335	4,252	4,297
Minority interest	95	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Share premium	1,167	1,167	1,167	1,167	1,167
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(38)	(73)	(73)	(73)	(73)
Retained earnings	2,494	2,315	2,727	2,988	3,251
Shareholders' equity	5,623	5,409	5,821	6,082	6,345
Liabilities & equity	11,354	9,519	10,157	10,334	10,643

Balance sheet still
strong, on our estimates

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	(738)	(135)	937	1,359	1,711
Tax paid	16	(97)	(189)	(269)	(342)
Depreciation & amortization	3,070	2,110	2,107	2,111	2,115
Chg In working capital	(37)	(0)	(55)	(95)	(75)
Chg In other CA & CL / minorities	(78)	(349)	115	(77)	64
Cash flow from operations	2,234	1,528	2,916	3,028	3,473
Capex	131	(55)	(100)	(100)	(100)
Right of use	0	(95)	(30)	(30)	(30)
ST loans & investments	26	0	0	0	0
LT loans & investments	177	78	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(1,825)	(1,345)	(2,376)	(2,023)	(2,192)
Cash flow from investments	(1,490)	(1,416)	(2,506)	(2,153)	(2,322)
Debt financing	(32)	(330)	(40)	(48)	(46)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	0	0	(337)	(827)	(1,105)
Warrants & other surplus	(64)	(0)	0	0	0
Cash flow from financing	(96)	(330)	(378)	(875)	(1,151)
Free cash flow	2,365	1,473	2,816	2,928	3,373

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	na	na	35.7	24.7	19.6
Normalized PE - at target price (x)	na	na	40.0	27.6	21.9
PE (x)	na	na	35.7	24.7	19.6
PE - at target price (x)	na	na	40.0	27.6	21.9
EV/EBITDA (x)	11.6	13.3	8.8	7.7	7.0
EV/EBITDA - at target price (x)	12.9	14.9	9.8	8.6	7.8
P/BV (x)	4.8	5.0	4.6	4.4	4.2
P/BV - at target price (x)	5.3	5.5	5.2	4.9	4.7
P/CFO (x)	12.0	17.5	9.2	8.8	7.7
Price/sales (x)	3.2	4.6	4.2	3.9	3.7
Dividend yield (%)	0.0	0.0	2.5	3.7	4.6
FCF Yield (%)	8.8	5.5	10.5	10.9	12.6
(Bt)					
Normalized EPS	(0.3)	(0.1)	0.4	0.5	0.7
EPS	(0.2)	(0.1)	0.4	0.5	0.7
DPS	0.0	0.0	0.3	0.5	0.6
BV/share	2.8	2.7	2.9	3.0	3.2
CFO/share	1.1	0.8	1.5	1.5	1.7
FCF/share	1.2	0.7	1.4	1.5	1.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

We estimate higher free-cash flow yields

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(17.9)	(29.5)	8.4	8.5	5.7
Net profit (%)	na	na	na	44.9	25.9
EPS (%)	na	na	na	44.9	25.9
Normalized profit (%)	na	na	na	44.9	25.9
Normalized EPS (%)	na	na	na	44.9	25.9
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	90.0	90.0	90.0
Operating performance					
Gross margin (%)	9.3	21.8	25.2	30.0	33.7
Operating margin (%)	(8.5)	(1.1)	15.8	20.7	24.4
EBITDA margin (%)	28.4	34.9	48.8	51.1	53.2
Net margin (%)	(8.1)	(4.0)	11.8	15.8	18.8
D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
Net D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	10.1	14.4	17.6
Interest coverage - EBITDA (x)	18.6	17.5	31.1	35.6	38.5
ROA - using norm profit (%)	na	na	7.6	10.6	13.0
ROE - using norm profit (%)	na	na	13.4	18.3	22.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	13.4	18.3	22.0
- asset turnover (x)	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
- operating margin (%)	na	na	16.3	21.2	24.9
- leverage (x)	2.2	1.9	1.8	1.7	1.7
- interest burden (%)	120.8	724.6	90.4	93.2	94.4
- tax burden (%)	na	na	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9
ROIC (%)	(9.7)	(1.1)	13.8	18.5	22.3
NOPAT (Bt m)	(708)	(66)	804	1,138	1,420
invested capital (Bt m)	6,136	5,810	6,150	6,362	6,580

Sources: Company data, Thanachart estimates

*We forecast profitability
levels to increase*

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัท ก่อน

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 71 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2107A, AEON16C2108A, AOT16C2109A, AOT16C2106A, BAM16C2107A, BANP16C2109A, BANP16C2107A, BBL16C2106A, BCH16C2109A, BDMS16C2109A, BDMS16C2107A, BH16C2109A, BPP16C2106A, CBG16C2109B, CBG16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2108A, COM716C2107A, CPAL16C2109A, CPAL16C2106A, CPF16C2108A, CPF16C2107A, CPN16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2108A, EA16C2108A, EA16C2107A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2106A, GULF16C2107A, GUNK16C2108A, HANA16C2107A, IRPC16C2108A, IVL16C2107A, KBAN16C2109A, KBAN16C2108A, KBAN16C2107A, KCE16C2109A, IVL16C2109A, KCE16C2106A, KTC16C2106A, MINT16C2109A, MINT16C2107A, MTC16C2109A, MTC16C2108A, OR16C2109A, OR16C2108A, OR16C2106A, OR16C2107A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTG16C2107A, PTT16C2109A, PTT16C2109A, PTTG16C2108A, RS16C2109A, RS16C2108A, S5016C2109A, S5016P2109A, S5016P2109A, S5016C2109A, S5016C2106B, S5016P2106C, S5016C2106A, S5016P2106A, S5016P2106B, SAWA16C2107A, SCB16C2106A, SCGP16C2109A, SCGP16C2107A, STA16C2107A, TASC16C2109A, TASC16C2107A, TQM16C2108A (underlying securities are ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BGRIM, BH, BPP, CBG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, EA, EPG, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, KBANK, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTGC, RS, SAWAD, SCB, SCGP, STA, SET50, TASCO, TQM). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อย่างต่อเนื่องดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน) (TMB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TMB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง 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 มีการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หม่อศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการร่วมกันได้แก่ นางอศรินทร์ ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีฉวิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีฉวิปเมนท์ 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 นิการกุล, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

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

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรัชดา ศรีทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

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

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

พลังงาน, ปิโตรเคมี, กระดาษ
จักร เรืองสินัญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

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

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

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

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์
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 ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

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

นักวิเคราะห์, แพล
ลาภินี ทิพย์มณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

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

สุนทร รักษาวัตร
Tel: 662-779-9117
sunet.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 สดภาพร
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