

BUY (Unchanged)

TP: Bt 15.00

(From: Bt 17.00)

20 AUGUST 2021

Change in Numbers

Upside : 31.6%

## BEC World Pcl (BEC TB)

### เป็นโอกาสในการเข้าซื้อ

แม้โควิดระลอกที่สามจะทำให้ค่าใช้จ่ายโฆษณาตกลง แต่เราคาดว่า BEC จะยังคงมีกำไรเติบโต q-q ตลอดทั้งปีนี้ เรายังคงเห็นปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตและคาดว่ากำไรจะเติบโต 30% ต่อปี ในปี 2022-23F หลังสะดุดใน 2H21 เรายังมองว่าราคาหุ้นที่ลดลงล่าสุดเป็นโอกาสในการเข้าซื้อ คุณค่าแนะนำ "ซื้อ"



RATA LIMSUTHIWANPOOM

662 – 483 8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

#### ถูกกระทบจากโควิด แต่กำไรเติบโต 39% h-h

วิกฤตโควิดส่งผลกระทบต่อเม็ดเงินโฆษณา และเมื่อรวมกับค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่สูงกว่าคาดของ BEC ใน 2Q21 เราจึงปรับลดกำไรลง 11-15% ในปี 2021-23F และปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2022F) ลงเหลือ 15 บาท (จาก 17 บาท) แต่เราเห็นราคาหุ้นที่ลดลงล่าสุดเป็นโอกาสในการเข้าซื้อ เนื่องจาก 1) แม้ได้รับผลกระทบจากโควิด-19 แต่เรายังคงคาดว่า BEC จะมีกำไรเติบโต q-q ทั้งใน 3Q21 และ 4Q21 หรือเติบโต 39% h-h ส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้นช่วยชดเชยผลกระทบจากโควิด 2) ด้วยยังคงมีปัจจัยหลักผลักดันกำไรเช่นเดิม เรายังคงมองว่า BEC เป็นหุ้นที่มีแนวโน้มฟื้นตัว ด้วยกำไรเติบโต 28/34% ในปี 2022-23F และ 3) เราเชื่อว่า BEC ถูก de-rate แล้ว โดยซื้อขายที่ 23 เท่า ในปี 2022F และ 17 เท่า ในปี 2023F เทียบกับ 35 เท่า ก่อนเปิดเสรีอุตสาหกรรม

#### ฟื้นตัวแข็งแกร่ง

เรามองว่า BEC เป็นหุ้น turnaround แข็งแกร่ง ด้วยสิ้นสุดรอบขาดทุน 3 ปีที่ 146 ลบ. ในปี 2020 โดยมีกำไร 789 ลบ. ในปี 2021F, 1.0 พันลบ. ในปี 2022F และ 1.35 พันลบ. ในปี 2023F ปัจจัยหลักผลักดันที่สำคัญ ได้แก่ การขายคอนเทนต์ไปยังแพลตฟอร์มใหม่ เช่น การขายลิขสิทธิ์คอนเทนต์ไปต่างประเทศ และแพลตฟอร์มดิจิทัลต่างๆ ฐานต้นทุนที่ต่ำลงจากการลดต้นทุนอย่างหนักในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา และอัตราการใช้เวลาโฆษณาที่เพิ่มขึ้นจากการปรับผังรายการ และส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้น แม้รายได้ค่าโฆษณาจะลดลงเนื่องจากวิกฤตโควิด แต่เราคาดว่ากำไรจะเติบโต 39% h-h ใน 2H21F โดยได้แรงหนุนจากการขายคอนเทนต์ และการขายคอนเทนต์น่าจะเติบโตต่อเนื่องในปี 2022-23F โดยรายได้ค่าโฆษณาฟื้นตัวตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจหลังโควิดจบลง เราคาดว่าอัตราการใช้เวลาโฆษณาจะอยู่ที่ 70-75% ในปี 2022-23F เพิ่มขึ้นจาก 66% ในปี 2021F และอัตราค่าโฆษณาสูงขึ้นเป็น 85,000-86,000 บาท/นาที (จาก 80,000 บาท) จากการให้ส่วนลดที่ลดลง

#### เรตติ้งทีวีแข็งแกร่งในเดือนสิงหาคม

จุดแข็งของ BEC คือรายการละคร และทีมนักข่าวข่าวยอดนิยม ซึ่งช่วยรักษาเรตติ้งทีวีให้อยู่ในระดับสูงนับตั้งแต่มีการปรับผังรายการในเดือนพ.ค. เรตติ้งทีวีของ BEC (ทั่วประเทศ, อายุ 4 ปีขึ้นไป) เพิ่มขึ้น 13% จาก 1Q21 เป็น 1.17 ในสัปดาห์ที่สองของเดือนส.ค. เทียบกับช่วง 7 ที่ -19%, ช่อง One -32%, บมจ.เวิร์คพอยท์เอ็นเตอร์เทนเมนท์ (WORK) -12% และบมจ. อาร์เอส (RS) +9%

#### ยอดขายคอนเทนต์ยังคงแข็งแกร่ง

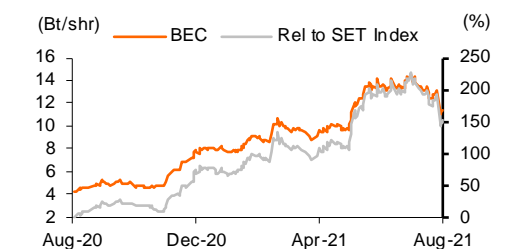
BEC ยังคงเป้าการขายคอนเทนต์ที่ 1.0 พันลบ. ในปีที่ 1 ซึ่งเป็นเป้าหมายรวมของการขายคอนเทนต์ทั่วโลก (GCL) และการขายคอนเทนต์ไปยังแพลตฟอร์มดิจิทัล โดยรายได้ 1H21 คิดเป็น 40% ของเป้าหมายของบริษัทฯ BEC ออกอากาศแบบคู่ขนาน (Simulcast) ละคร 3 เรื่อง (1 เรื่องในจีน, 2 เรื่อง ในประเทศอื่นๆ ในเอเชีย) ใน 1H21 และเพิ่งประกาศแผนการออกอากาศแบบคู่ขนานละคร 11 เรื่อง ใน 2H21 พร้อมกับกรขายสินค้าที่เพิ่มขึ้น ไตรมาสที่ 4 เป็นช่วงไฮซีซั่นสำหรับรายได้ GCL

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่เข้าข่าย ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

#### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	5,861	5,674	6,462	7,131
Net profit	(214)	789	1,013	1,353
Consensus NP	—	756	1,030	1,289
Diff frm cons (%)	—	4.4	(1.6)	4.9
Norm profit	(146)	789	1,013	1,353
Prev. Norm profit	—	898	1,195	1,515
Chg frm prev (%)	—	(12.1)	(15.2)	(10.7)
Norm EPS (Bt)	(0.1)	0.4	0.5	0.7
Norm EPS grw (%)	na	na	28.4	33.5
Norm PE (x)	na	28.9	22.5	16.9
EV/EBITDA (x)	11.3	7.2	6.6	5.9
P/BV (x)	4.2	3.9	3.8	3.6
Div yield (%)	0.0	3.1	4.0	5.3
ROE (%)	na	14.0	17.0	21.9
Net D/E (%)	7.4	(4.0)	(1.4)	0.2

#### PRICE PERFORMANCE



#### COMPANY INFORMATION

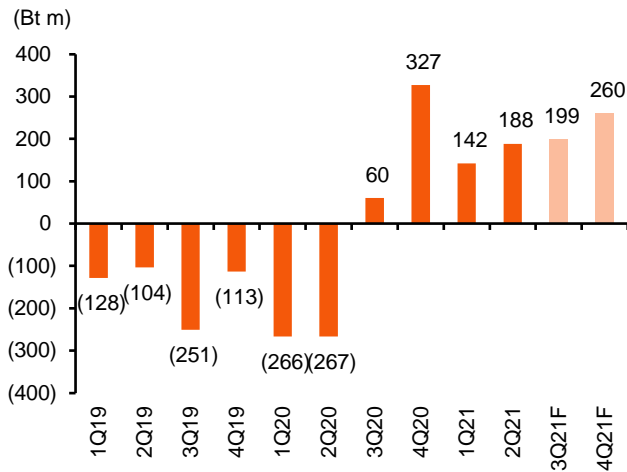
Price as of 20-Aug-21 (Bt)	11.40
Market Cap (US\$ m)	683.1
Listed Shares (m shares)	2,000.00
Free Float (%)	49.34
Avg Daily Turnover (US\$ m)	11.82
12M Price H/L (Bt)	14.20/4.24
Sector	Media
Major Shareholder	Maleenont Family 45.5%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

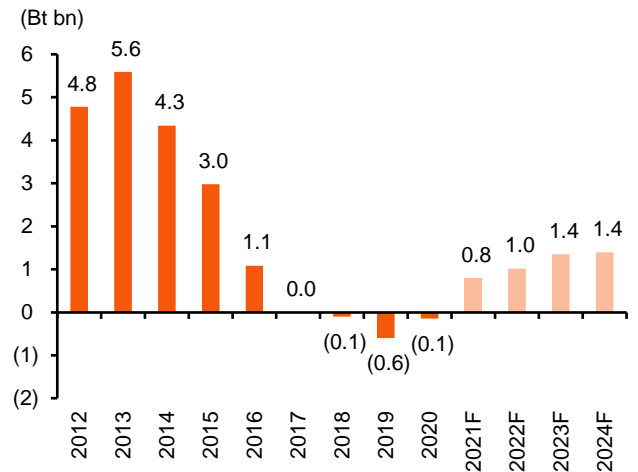


**Ex 1: COVID Hit But Still 39% h-h Earnings Growth**



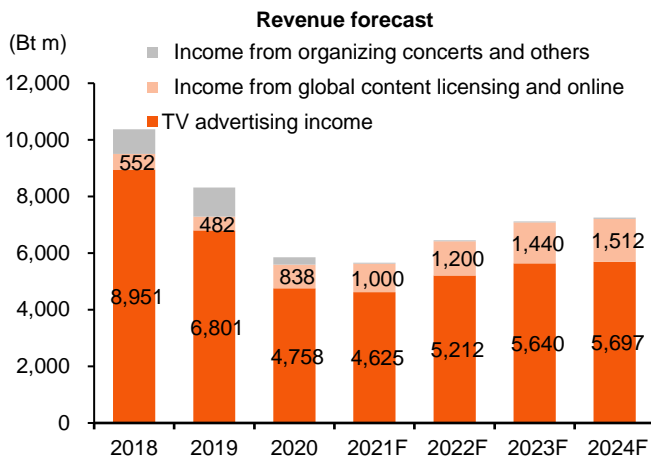
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: We Estimate 30% p.a. EPS CAGR In 2022-23F**



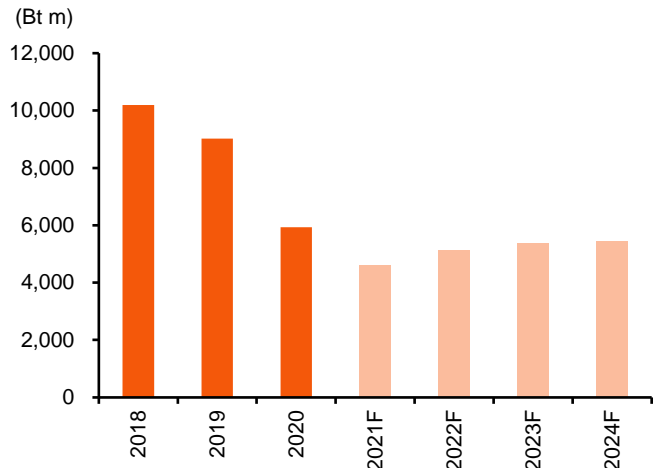
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 3: Revenue Breakdown**



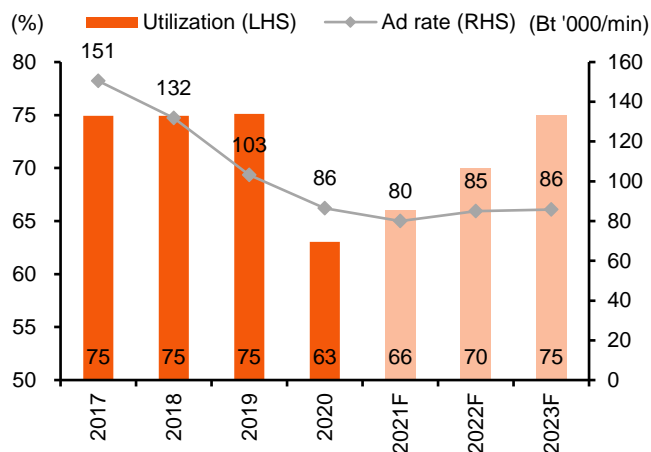
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 4: New, Lower Cost Base**



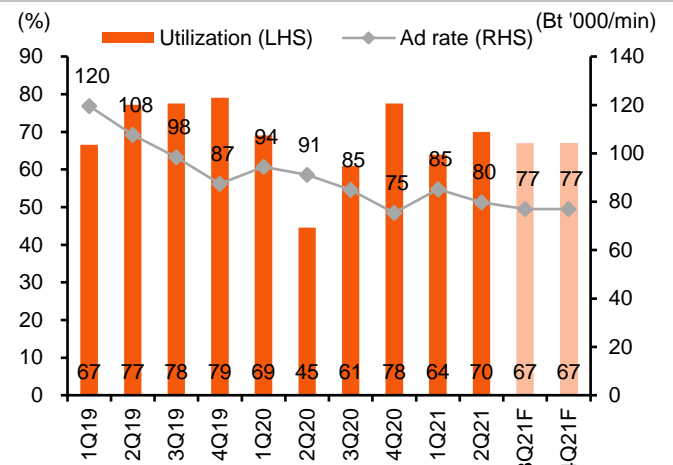
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 5: Utilization And Ad Rate Forecasts**



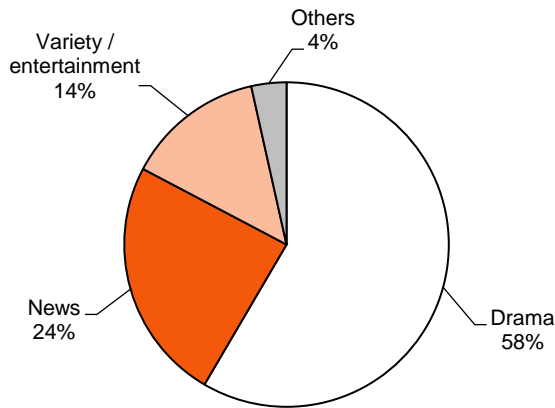
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 6: Quarterly Utilization And Ad Rate**



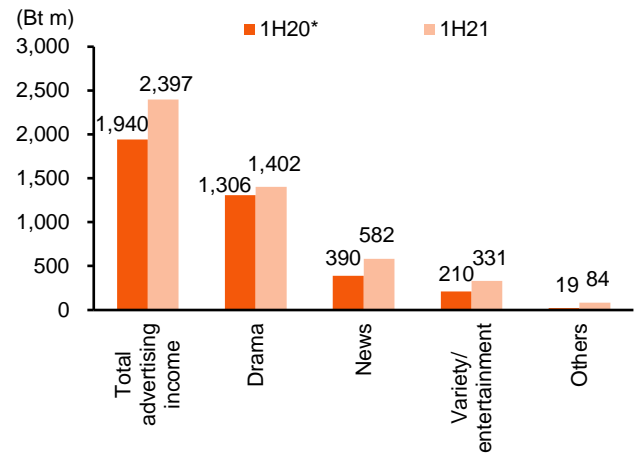
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 7: Revenue Breakdown By Content In 1H21**



Source: Company data

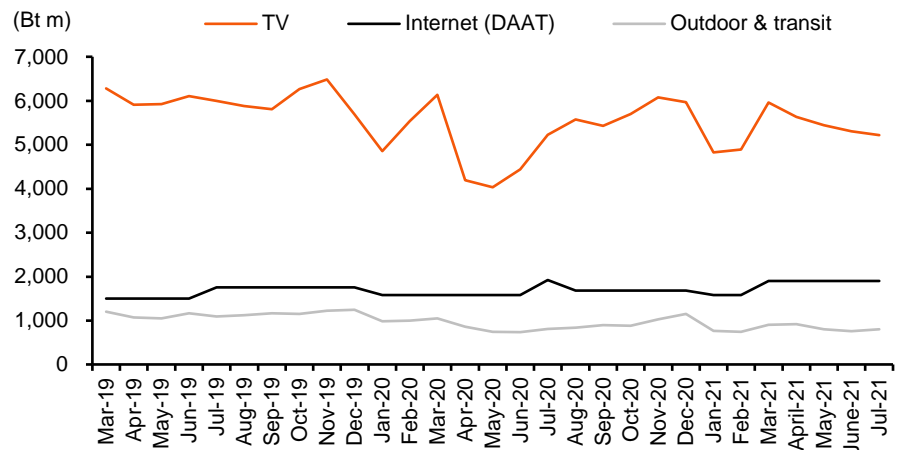
**Ex 8: Improving Revenue In All Categories**



Source: Company data

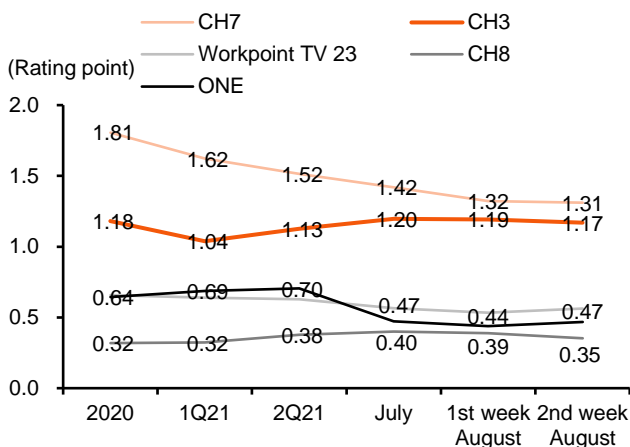
Note: \*Revenue excludes contribution from BEC Tero JV

**Ex 9: Advertising Expenditure**



Source: Nielsen Thailand

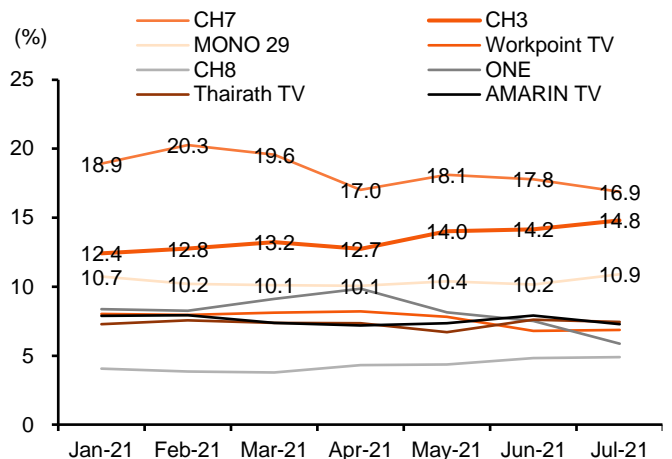
**Ex 10: BEC's High, Sustained TV Rating Into August**



Source: Nielsen Thailand

Note: Nationwide TV rating for age four plus

**Ex 11: BEC Gaining Audience Market Share**



Source: Nielsen Thailand

Ex 12: Current On Air Dramas

CURRENT ON-AIR DRAMA



Mon-Fri Pre-Prime Time Drama, Mon-Tue Prime Time Drama (Rerun), Wed-Thru Prime Time Drama, Fri-Sun Prime Time Drama

Source: Company data

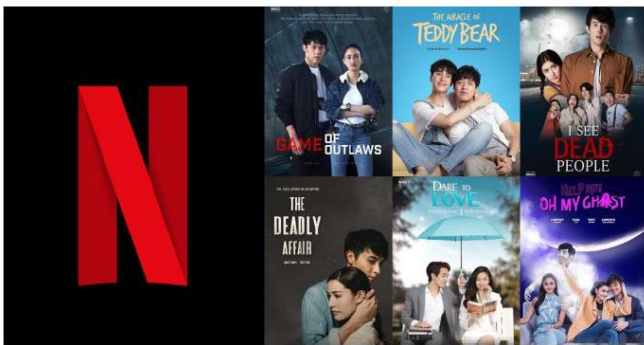
Ex 13: Upcoming Dramas



Mon - Tue Prime Time Drama Start 31 Aug. 2021, Wed - Thru Prime Time Drama Start 2 Sep. 2021, Fri - Sun Prime Time Drama (Re-Run) Start 27 Aug. 2021

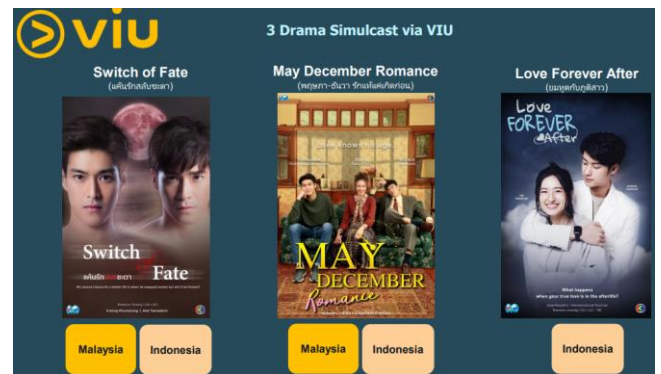
Source: Company data

Ex 14: Six Fresh Dramas In 2H21 On Thai TV And Netflix



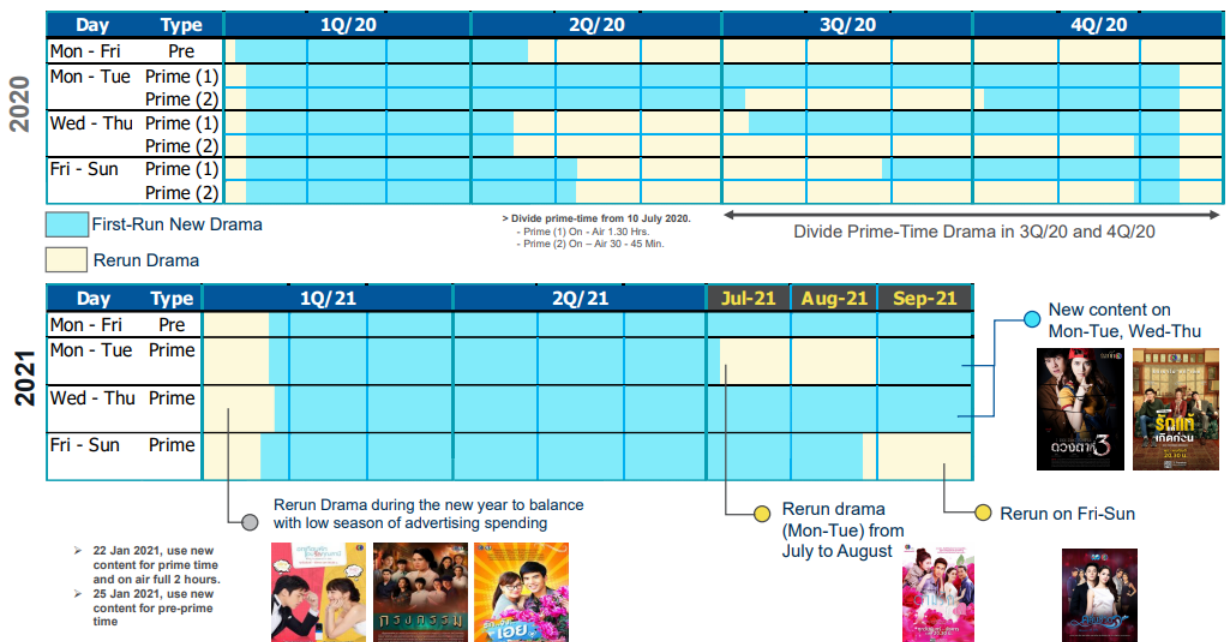
Source: Company data

Ex 15: Latest Announced Simulcast Soaps

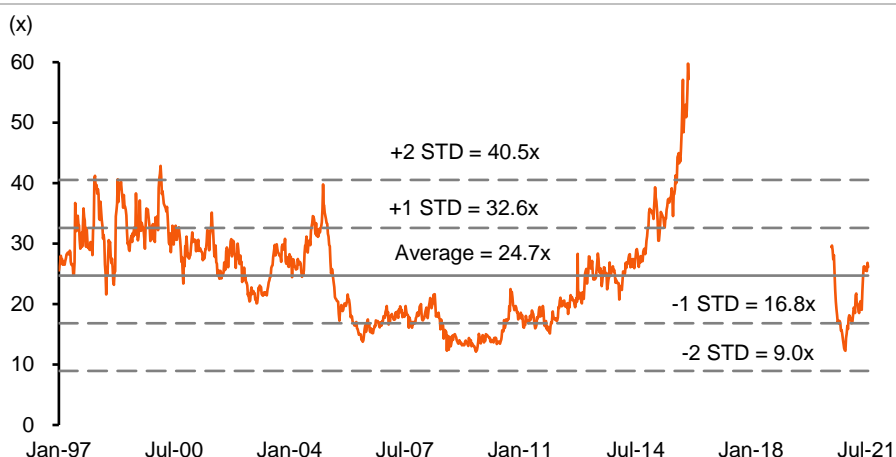


Source: Company data

Ex 16: BEC Increased Reruns q-q In 3Q21 Given Weak Advertising Spending



Source: Company data

**Ex 17: 2023F PE, Full Turnaround Year, Already De-rated From Pre-liberalization Period**

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 18: Key Earnings Revisions**

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>Total revenue (Bt m)</b>					
New	8,310	5,861	5,674	6,462	7,131
Old			6,022	6,891	7,344
Change (%)			(5.8)	(6.2)	(2.9)
<b>Advertising income (Bt m)</b>					
New	6,801	4,758	4,625	5,754	5,811
Old			4,972	5,970	6,030
Change (%)			(7.0)	(3.6)	(3.6)
<b>Utilization (%)</b>					
New	75	63	66	70	75
Old			66	73	75
Change (%)			0.0	(3.0)	0.0
<b>Ad rate (Bt/minute)</b>					
New	103,225	86,450	80,000	85,000	85,850
Old			86,000	88,200	89,082
Change (%)			(7.0)	(3.6)	(3.6)
<b>SG&amp;A/sales (%)</b>					
New	17.8	22.9	13.4	13.2	13.0
Old			9.9	9.4	9.4
Change (%)			3.5	3.8	3.6
<b>Normalized profit (Bt m)</b>					
New	(596)	(146)	789	1,013	1,353
Old			898	1,195	1,515
Change (%)			(12.1)	(15.2)	(10.7)

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 19: 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	3,423	3,853	3,910	3,923	3,929	3,936	3,944	3,953	3,964	3,976	3,987	—
Free cash flow	3,003	3,341	3,479	3,501	3,457	3,463	3,369	3,377	3,286	3,197	3,107	32,198
PV of free cash flow	2,995	2,718	2,552	2,316	2,018	1,815	1,586	1,427	1,247	1,089	907	9,394
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.3											
WACC (%)	10.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	30,065											
Net debt (2021F)	(236)											
Minority interest	0											
Equity value	30,301											
# of shares (m)	2,000											
<b>Target price/share (Bt)</b>	<b>15.0</b>											

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

## Ex 20: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. yield	
			21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Entertainment Ne	ENIL IN	India	na	na	na	25.3	1.1	1.1	11.8	6.1	0.7	1.2
Sun TV Network	SUNTV IN	India	4.7	9.6	12.0	11.0	2.5	2.3	6.6	6.0	4.7	5.2
Zee Entertainment	Z IN	India	64.6	22.5	12.5	10.2	1.5	1.3	7.4	6.2	2.1	2.5
Surya Citra Media	SCMA IJ	Indonesia	13.3	14.0	21.3	18.7	5.8	4.9	16.3	14.4	2.6	2.4
Media Nusantara	MNCN IJ	Indonesia	18.1	16.8	5.1	4.3	0.7	0.6	4.0	3.6	3.9	6.2
Beijing Gehua	600037 CH	China	196.6	14.3	22.9	20.0	0.9	0.8	3.8	3.4	1.5	1.8
Media Prima Bhd	MPR MK	Malaysia	na	61.5	20.8	12.8	0.9	0.8	3.9	3.7	0.4	0.4
<b>BEC World*</b>	<b>BEC TB</b>	<b>Thailand</b>	<b>na</b>	<b>28.4</b>	<b>28.9</b>	<b>22.5</b>	<b>3.9</b>	<b>3.8</b>	<b>7.2</b>	<b>6.6</b>	<b>3.1</b>	<b>4.0</b>
MAJOR Cineplex*	MAJOR TB	Thailand	na	34.1	20.5	15.3	2.3	2.2	11.8	9.2	2.9	5.2
Plan B Media*	PLANB TB	Thailand	na	na	na	52.3	4.3	4.1	10.0	7.7	0.0	1.1
RS Pcl*	RS TB	Thailand	8.7	54.9	31.7	20.4	7.8	6.9	13.8	9.5	2.5	4.2
VGI Global Media**	VGI TB	Thailand	144.5	113.3	116.0	54.4	3.1	2.9	90.4	48.5	0.2	0.4
Workpoint Ent**	WORK TB	Thailand	na	na	na	263.2	2.1	2.1	14.8	12.5	0.0	0.2
<b>Average</b>			<b>64.4</b>	<b>36.9</b>	<b>29.2</b>	<b>40.8</b>	<b>2.8</b>	<b>2.6</b>	<b>15.5</b>	<b>10.6</b>	<b>1.9</b>	<b>2.7</b>

Source: Bloomberg

Note: \* Thanachart estimates using normalized EPS growth

\*\* VGI's fiscal year ends in March.

Based on 20-Aug-21 closing price

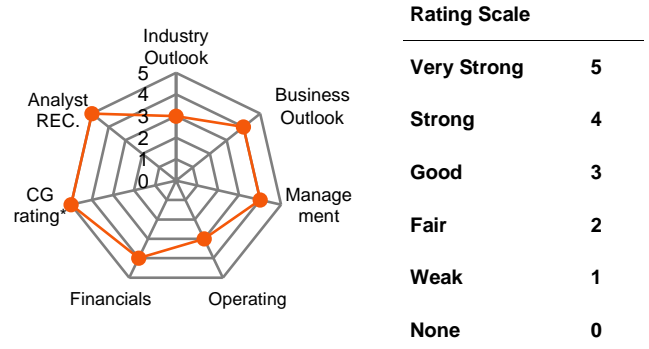
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

### Rating Scale

Very Strong	5
Strong	4
Good	3
Fair	2
Weak	1
None	0

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

### S — Strength

- BEC มีงบดุลที่แข็งแกร่งอย่างมาก
- BEC มีนักแสดงเป็นของตัวเอง
- มีส่วนแบ่งผู้ชมเป็นอันดับสองรองจากช่อง 7.

### O — Opportunity

- ด้วยโอกาสในการขยายไปยังแพลตฟอร์มดิจิทัลและออนไลน์ใหม่ BEC จึงน่าจะสามารรมีรายได้เพิ่มเติม

### W — Weakness

- มีโอกาสในการลงทุนน้อยและยังห่างไกล ดังนั้นจึงยังไม่เร่งลงทุนในขณะนี้

### T — Threat

- การเปิดเสรีอุตสาหกรรมจะทำให้มีคู่แข่งมากขึ้นในตลาด และทำให้ความสามารถในการทำกำไรลดลง
- ส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้นของแพลตฟอร์มดิจิทัล ทำให้ผู้โฆษณามีทางเลือกมากขึ้นและส่งผลกระทบต่อการปรับขึ้นอัตราค่าโฆษณาของ BEC

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	14.45	15.00	4%
Net profit 21F (Bt m)	756	789	4%
Net profit 22F (Bt m)	1,030	1,013	-2%
Consensus REC	BUY: 9	HOLD: 1	SELL: 3

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิปี 2021-22F และราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากรายได้จากลิขสิทธิ์และออนไลน์ต่ำกว่าคาด
- หากมีอัตราการใช้เวลาโฆษณาที่ดีขึ้นต่ำกว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากต้นทุนการผลิตรายการของบริษัท สูงกว่าประมาณการปัจจุบัน
- หากการพัฒนาของช่องทีวีดิจิทัล และแพลตฟอร์มออนไลน์อื่นเร็วกว่าคาด
- หากเม็ดเงินโฆษณาในประเทศฟื้นตัวช้ากว่าคาด

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	8,310	5,861	5,674	6,462	7,131
Cost of sales	7,536	4,583	3,860	4,284	4,452
<b>Gross profit</b>	<b>774</b>	<b>1,278</b>	<b>1,814</b>	<b>2,178</b>	<b>2,680</b>
% gross margin	9.3%	21.8%	32.0%	33.7%	37.6%
Selling & administration expenses	1,482	1,344	760	850	924
<b>Operating profit</b>	<b>(708)</b>	<b>(66)</b>	<b>1,053</b>	<b>1,328</b>	<b>1,756</b>
% operating margin	-8.5%	-1.1%	18.6%	20.5%	24.6%
Depreciation & amortization	3,070	2,110	2,094	2,096	2,097
<b>EBITDA</b>	<b>2,363</b>	<b>2,044</b>	<b>3,148</b>	<b>3,423</b>	<b>3,853</b>
% EBITDA margin	28.4%	34.9%	55.5%	53.0%	54.0%
Non-operating income	97	47	28	32	36
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(127)	(117)	(95)	(93)	(101)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(738)</b>	<b>(135)</b>	<b>986</b>	<b>1,267</b>	<b>1,691</b>
Income tax	(62)	98	197	253	338
<b>After-tax profit</b>	<b>(676)</b>	<b>(233)</b>	<b>789</b>	<b>1,013</b>	<b>1,353</b>
% net margin	-8.1%	-4.0%	13.9%	15.7%	19.0%
Shares in affiliates' Earnings	28	(2)	0	0	0
Minority interests	52	90	0	0	0
Extraordinary items	199	(68)	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>(397)</b>	<b>(214)</b>	<b>789</b>	<b>1,013</b>	<b>1,353</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>(596)</b>	<b>(146)</b>	<b>789</b>	<b>1,013</b>	<b>1,353</b>
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
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	4,695	3,889	4,186	4,360	4,508
Cash & cash equivalent	2,816	2,598	2,930	2,930	2,930
Account receivables	1,459	1,117	1,088	1,239	1,368
Inventories	4	2	2	2	2
Others	416	171	166	189	208
Investments & loans	119	41	41	41	41
Net fixed assets	348	268	199	128	57
Other assets	6,192	5,321	5,340	5,619	6,053
<b>Total assets</b>	<b>11,354</b>	<b>9,519</b>	<b>9,766</b>	<b>10,149</b>	<b>10,659</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	2,004	818	844	856	966
Account payables	818	474	423	470	488
Bank overdraft & ST loans	330	0	0	0	0
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	855	344	421	387	478
<b>Total LT debt</b>	<b>2,998</b>	<b>2,999</b>	<b>2,694</b>	<b>2,847</b>	<b>2,945</b>
Others LT liabilities	634	293	385	401	415
<b>Total liabilities</b>	<b>5,636</b>	<b>4,110</b>	<b>3,922</b>	<b>4,104</b>	<b>4,326</b>
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)
<b>Retained earnings</b>	<b>2,494</b>	<b>2,315</b>	<b>2,749</b>	<b>2,951</b>	<b>3,239</b>
Shareholders' equity	5,623	5,409	5,843	6,045	6,333
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>11,354</b>	<b>9,519</b>	<b>9,766</b>	<b>10,149</b>	<b>10,659</b>

*Balance sheet still strong, on our estimates*

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
Earnings before tax	(738)	(135)	986	1,267	1,691
Tax paid	16	(97)	(200)	(250)	(337)
Depreciation & amortization	3,070	2,110	2,106	2,109	2,112
Chg In working capital	(37)	(0)	(22)	(105)	(110)
Chg In other CA & CL / minorities	(78)	(349)	86	(60)	71
<b>Cash flow from operations</b>	<b>2,234</b>	<b>1,528</b>	<b>2,957</b>	<b>2,961</b>	<b>3,426</b>
Capex	131	(55)	(50)	(50)	(50)
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)	(1,885)	(2,222)	(2,379)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(1,490)</b>	<b>(1,416)</b>	<b>(1,965)</b>	<b>(2,302)</b>	<b>(2,459)</b>
Debt financing	(32)	(330)	(305)	153	98
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	0	0	(355)	(811)	(1,065)
Warrants & other surplus	(64)	(0)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(96)</b>	<b>(330)</b>	<b>(660)</b>	<b>(658)</b>	<b>(967)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>2,365</b>	<b>1,473</b>	<b>2,907</b>	<b>2,911</b>	<b>3,376</b>

**VALUATION**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
Normalized PE (x)	na	na	28.9	22.5	16.9
Normalized PE - at target price (x)	na	na	38.0	29.6	22.2
PE (x)	na	na	28.9	22.5	16.9
PE - at target price (x)	na	na	38.0	29.6	22.2
EV/EBITDA (x)	9.9	11.3	7.2	6.6	5.9
EV/EBITDA - at target price (x)	12.9	14.9	9.5	8.7	7.8
P/BV (x)	4.1	4.2	3.9	3.8	3.6
P/BV - at target price (x)	5.3	5.5	5.1	5.0	4.7
P/CFO (x)	10.2	14.9	7.7	7.7	6.7
Price/sales (x)	2.7	3.9	4.0	3.5	3.2
Dividend yield (%)	0.0	0.0	3.1	4.0	5.3
FCF Yield (%)	10.4	6.5	12.7	12.8	14.8
<b>(Bt)</b>					
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	0.4	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	1.5	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
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	(17.9)	(29.5)	(3.2)	13.9	10.4
Net profit (%)	na	na	na	28.4	33.5
EPS (%)	na	na	na	28.4	33.5
Normalized profit (%)	na	na	na	28.4	33.5
Normalized EPS (%)	na	na	na	28.4	33.5
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	90.0	90.0	90.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	9.3	21.8	32.0	33.7	37.6
Operating margin (%)	(8.5)	(1.1)	18.6	20.5	24.6
EBITDA margin (%)	28.4	34.9	55.5	53.0	54.0
Net margin (%)	(8.1)	(4.0)	13.9	15.7	19.0
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	(0.0)	(0.0)	0.0
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	11.1	14.2	17.4
Interest coverage - EBITDA (x)	18.6	17.5	33.0	36.6	38.1
ROA - using norm profit (%)	na	na	8.2	10.2	13.0
ROE - using norm profit (%)	na	na	14.0	17.0	21.9
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	14.0	17.0	21.9
- asset turnover (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
- operating margin (%)	na	na	19.1	21.0	25.1
- leverage (x)	2.2	1.9	1.7	1.7	1.7
- interest burden (%)	120.8	724.6	91.2	93.1	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)	14.5	18.9	23.6
NOPAT (Bt m)	(708)	(66)	843	1,062	1,405
invested capital (Bt m)	6,136	5,810	5,607	5,962	6,348

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 96 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ADVA16C2110A, AEON16C2108A, AMAT16C2112A, AOT16C2109A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BCH16C2109A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BGR16C2110A, BH16C2109A, CBG16C2108A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CHG16C2111A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2109A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2108A, CPN16C2109A, DELT16C2108A, DELT16C2109A, DOHO16C2111A, DTAC16C2112A, EA16C2108A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GULF16C2112A, GUNK16C2108A, GUNK16C2110A, HANA16C2112A, IRPC16C2108A, IRPC16C2110A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMAR16C2111A, JMT16C2110A, KBAN16C2108A, KBAN16C2109A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, MEGA16C2112A, MINT16C2109A, MINT16C2112A, MTC16C2108A, MTC16C2109A, MTC16C2112A, OR16C2108A, OR16C2109A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTT16C2109A, PTT16C2112A, PTTE16C2112A, PTTG16C2108A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RS16C2108A, RS16C2109A, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016C2109C, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016P2109A, S5016P2109B, S5016P2112A, SAWA16C2112A, SCB16C2111A, SCC16C2112A, SCGP16C2109A, STA16C2112A, STEC16C2110A, STGT16C2111A, TASC16C2109A, TOP16C2112A, TQM16C2108A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRIM, BH, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, STA, STEC, STGT, TASCO, TOP, TQM, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศิณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีควิเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีควิเมนท์ 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 นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลังงาน , บีโตร์เคมี, กระจดาษ

จักร เรื่องสินภิญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุทัศน์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุนนาค

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

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

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ 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

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

---

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุลชล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิ้มวางษ์ปรานี

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@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

---