

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 168.00 (From: Bt148.00)

Upside : 17.1%

5 JULY 2021

Carabao Group Pcl (CBG TB)

กลับมาเติบโต

การส่งออกของ CBG ที่สะดุดใน 1Q21 ได้จบลงแล้ว และมีแนวโน้มกลับมาเติบโตอีกครั้ง ด้วยกำไรมีแนวโน้มทำสถิติสูงสุดใหม่ใน 2Q21F เราปรับประมาณการกำไรขึ้น 4% ต่อปี ในปี 2021-23F และปรับมาใช้ปีฐาน 2022F โดยมีราคาเป้าหมายใหม่ 168 บาท คงคำแนะนำ "ซื้อ"



PATTADOL BUNNAK

662 - 483 8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

การสะดุดสิ้นสุด ด้วยกำไรมีแนวโน้มทำสถิติสูงสุดใหม่

กำไร 1Q21 ของ CBG ลดลง 13% y-y จากการส่งออกที่สะดุดในกัมพูชา (ล็อกดาวน์จากโควิด) และเมียนมาร์ (การประท้วงหลังรัฐประหาร) ทั้งสองตลาดนี้คิดเป็น 36% ของยอดขายรวมปี 2021F ขณะที่การส่งออกทั้งหมดคิดเป็น 48% ของยอดขาย การสะดุดได้สิ้นสุดลงแล้ว และเราคาดว่า CBG จะกลับมามีกำไรที่เติบโตอีกครั้ง และคาดว่าจะทำสถิติสูงสุดใหม่ใน 2Q21F ที่ 1 พันลบ. เพิ่มขึ้น 12% y-y และ 47% q-q ปัจจัยผลักดันหลัก คือ การเติบโตของการส่งออก 13% y-y การเติบโตของเครื่องดื่มฟังก์ชัน C-Lock เพิ่มขึ้นมากกว่า 100% y-y และรายได้จากการจำหน่ายสุราเพิ่มขึ้น 30% y-y C-Lock คิดเป็น 4% ของยอดขาย และจำหน่ายสุรา 16% เครื่องดื่มฟังก์ชันในประเทศ (30% ของยอดขาย) ทรงตัว y-y

ปรับเพิ่มประมาณการกำไร

เนื่องจากการส่งออกที่สะดุดเร็วกว่าที่คาด และการส่งออกไปยังจีนที่ดีกว่าคาด เราจึงปรับเพิ่มกำไรของ CBG ขึ้น 4% ต่อปี ในปี 2021-23F เมื่อรวมกับการปรับมาใช้ปีฐาน 2022F ราคาเป้าหมายของเราจึงถูกปรับขึ้นเป็น 168 บาท (จาก 148 บาท) และคงคำแนะนำ "ซื้อ" CBG เราชอบ CBG เนื่องจากเป็นหุ้นที่มีการเติบโตดีมีการดำเนินงานที่สั้น และความสามารถในการทำกำไรสูง เราคาดว่า EPS จะเติบโต 19% ในปีนี้ และ 32% ในปี 2022F โดยมีปัจจัยผลักดันมาจาก การส่งออกไปยังจีนที่เติบโต ส่วนแบ่งตลาดของ C-Lock ที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง และการควบคุมต้นทุน เราคาดว่าจะประหยัดค่าใช้จ่ายได้ 200 ลบ. ในปีนี้ จากการใช้ปริมาณน้ำตาลที่ลดลง ค่าใช้จ่ายในการเป็นพันธมิตรในสหราชอาณาจักรที่ลดลง และการประหยัดจากโรงงานบรรจุภัณฑ์แห่งใหม่

การส่งออกไปยังจีนแข็งแกร่ง

CBG ขายเครื่องดื่มชูกำลังแบบกระป๋องและขวด 35 ล้านหน่วยไปยังจีนใน 1Q21 และมีคำสั่งซื้อเพิ่มขึ้นกว่า 80 ล้านหน่วยใน 2Q21 ภายใต้ประมาณการของเรา เราคาดว่าจะขายได้ 200 ล้านหน่วยในปีนี้ เทียบกับ 50-80 ล้านหน่วยต่อปีในปี 2018-20 หลังสามปีของการปรับธุรกิจและทีมผู้บริหาร การส่งออกไปยังจีนจึงเริ่มดีขึ้น CBG มุ่งเน้นไปที่พื้นที่เล็กๆ ในประเทศก่อนที่จะขยายใหญ่ขึ้น ด้วยกลยุทธ์นี้บริษัท จึงสามารถนำเสนอแคมเปญส่งเสริมการขายและการตลาดที่ดีขึ้น จีนคิดเป็น 7% ของยอดขาย แต่ 12% ของกำไรในปี 2021F

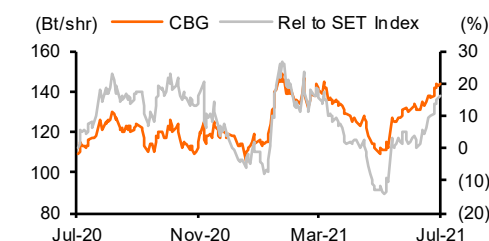
ขยายผลิตภัณฑ์ C-Lock

หลังเปิดตัวในเดือนเม.ย.2020 ปัจจุบัน C-Lock มีส่วนแบ่งตลาด 12% ซึ่งมากที่สุดเป็นอันดับสองของตลาดเครื่องดื่มวิตามินที่ 5 พันลบ. อีกทั้งยังได้แรงหนุนจากเครือข่ายการจัดจำหน่ายทั่วประเทศของ CBG และเครือข่ายร้านสะดวกซื้อ CJ ของครอบครัว CJ มีสาขามากกว่า 600 สาขาทั่วประเทศ CBG เพิ่งเปิดตัว SKU ใหม่ C-Lock collagen เพื่อขยายฐานลูกค้าไปยังกลุ่มผู้หญิง SKU ใหม่มียอดขายที่ดี โดยอยู่ในรูปเครื่องดื่มพร้อมดื่ม และยังมีคอลลาเจนต่อหน่วยที่ถูกกว่าเมื่อเทียบกับคอลลาเจนผงแบบดั้งเดิม เราคาดว่ายอดขาย C-Lock จะเติบโต 80% มาแตะระดับ 660 ลบ. ในปีนี้ (4% ของยอดขาย) และ 20% ในปี 2022F โดยให้อัตรากำไรสูงและน่าจะคิดเป็น 6% ของกำไรในปี

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	17,231	19,372	22,690	25,003
Net profit	3,525	4,209	5,556	6,603
Consensus NP	—	3,856	4,572	5,120
Diff frm cons (%)	—	9.1	21.5	29.0
Norm profit	3,525	4,209	5,556	6,603
Prev. Norm profit	—	4,062	5,328	6,327
Chg frm prev (%)	—	3.6	4.3	4.4
Norm EPS (Bt)	3.5	4.2	5.6	6.6
Norm EPS grw (%)	40.0	19.4	32.0	18.8
Norm PE (x)	40.7	34.1	25.8	21.7
EV/EBITDA (x)	30.3	25.2	19.5	16.5
P/BV (x)	14.4	12.4	10.4	9.0
Div yield (%)	1.7	2.0	2.6	3.5
ROE (%)	38.1	39.2	43.9	44.4
Net D/E (%)	34.9	15.5	(3.6)	(18.8)

PRICE PERFORMANCE



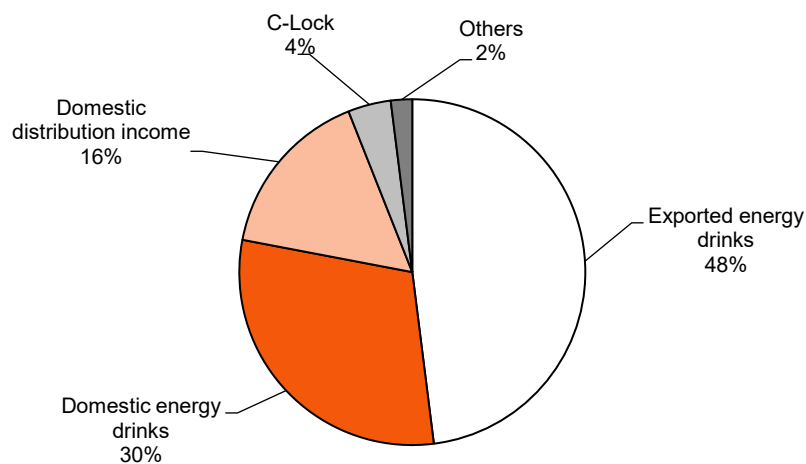
COMPANY INFORMATION

Price as of 05-Jul-21 (Bt)	143.50
Market Cap (US\$ m)	4,469.0
Listed Shares (m shares)	1,000.0
Free Float (%)	28.9
Avg Daily Turnover (US\$ m)	32.6
12M Price H/L (Bt)	149.00/105.00
Sector	FOOD
Major Shareholder	Sathientham Holding 25%

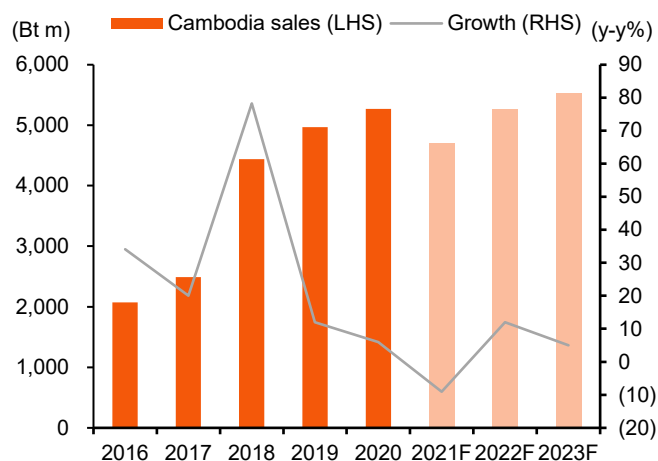
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

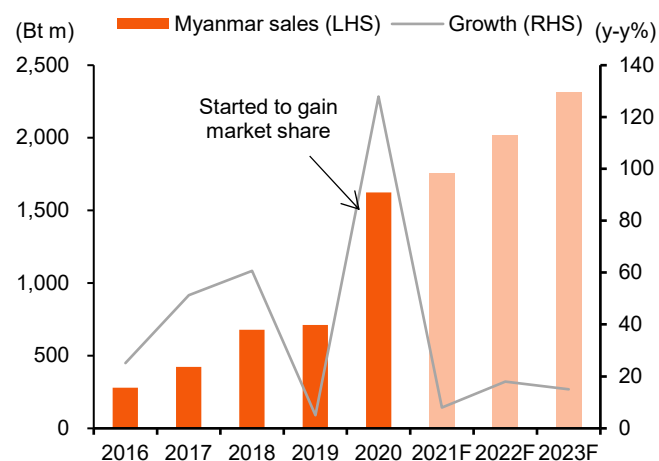
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Sales Breakdown In 2021F

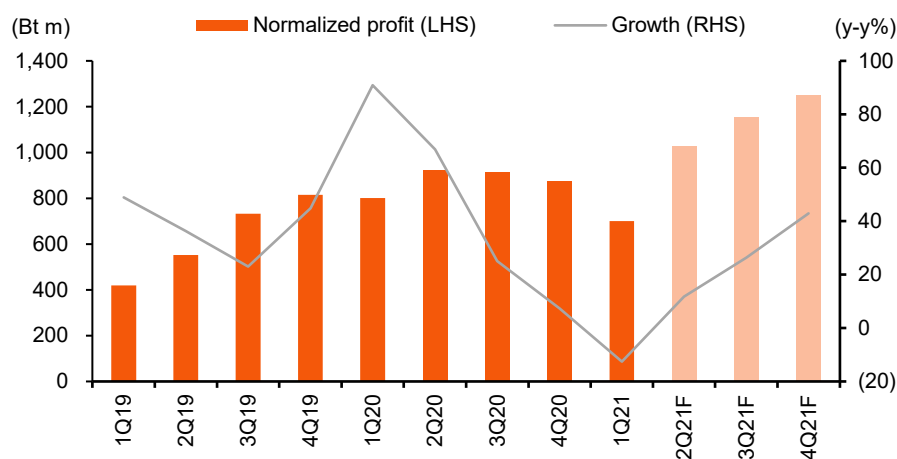
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Business Outlook In Cambodia...

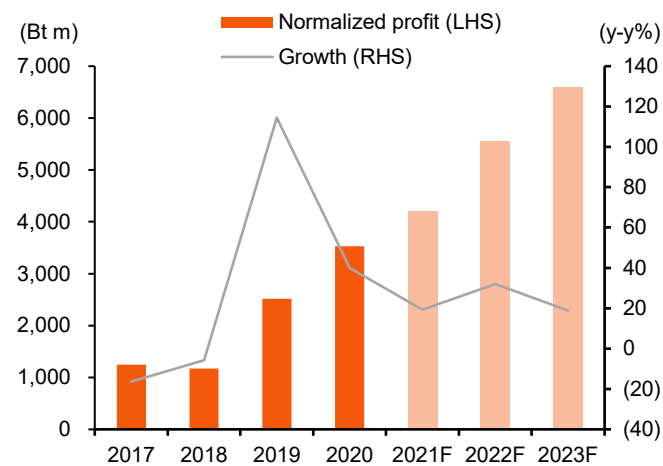
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: ... And In Myanmar

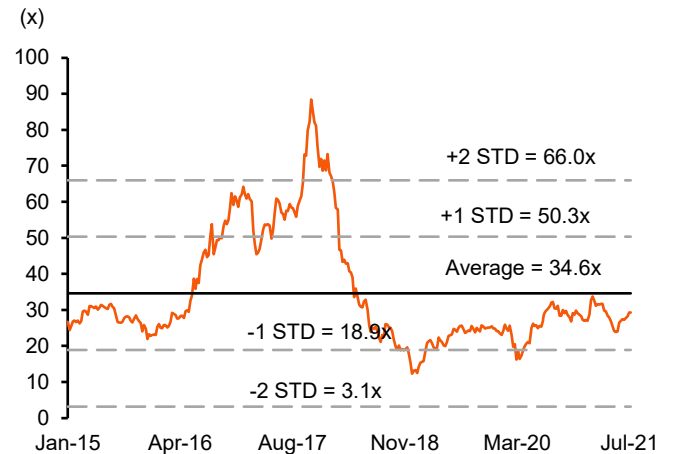
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Quarterly Earnings Momentum

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Annual Earnings Momentum

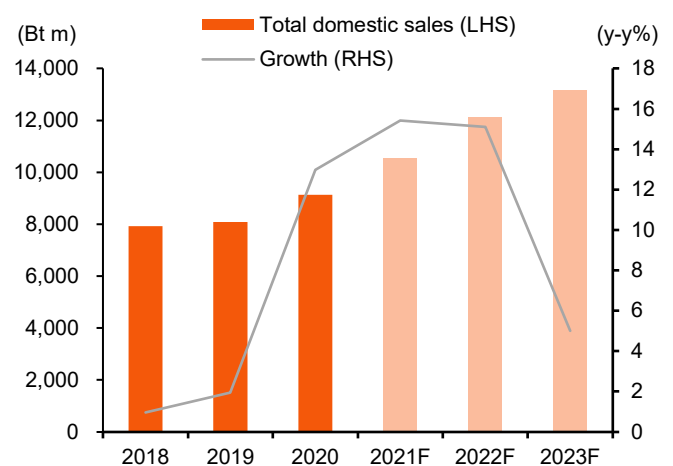
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Historical PE

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

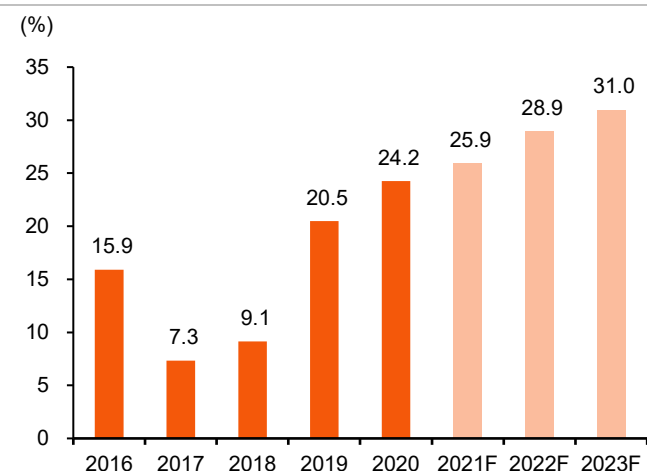
Ex 7: China Sales Taking Off

Sources: Company data, Thanachart estimates

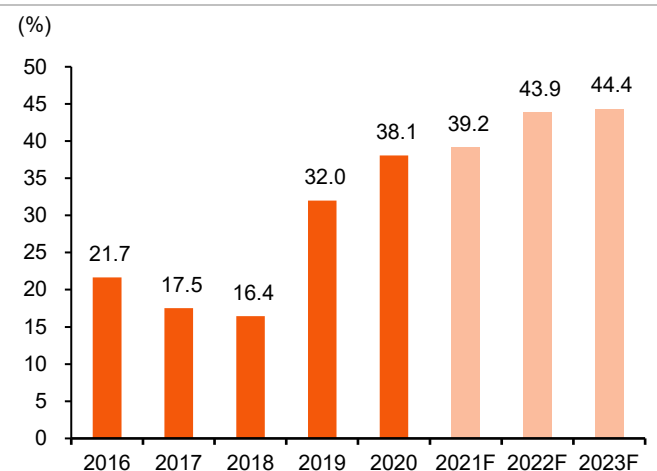
Ex 8: Domestic Sales Trend

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: Including energy drinks, C-Lock and distribution incomes

Ex 9: EBIT Margin Trend

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: A High ROE Company

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: Earnings Revision

	2020	2021F	2022F	2023F
Sales (Bt m)				
New	17,231	19,372	22,690	25,003
Old		18,692	21,909	24,229
Change (%)		3.6	3.6	3.2
Gross margin (%)				
New	41.0	42.3	43.2	43.7
Old		42.2	42.9	43.2
Change (pp)		0.1	0.3	0.5
SG&A to sales (%)				
New	16.7	16.4	14.2	12.7
Old		16.3	14.1	12.5
Change (pp)		0.1	0.1	0.2
Normalized profits (Bt m)				
New	3,525	4,209	5,556	6,603
Old		4,062	5,328	6,327
Change (%)		3.6	4.3	4.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: 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	7,296	8,497	9,249	10,217	11,238	12,763	13,622	14,604	15,549	16,376	17,256	—
Free cash flow	5,828	7,046	6,690	8,782	9,684	11,023	11,830	12,694	13,538	14,280	15,060	241,873
PV of free cash flow	5,812	6,025	5,288	6,418	6,583	6,936	6,890	6,843	6,756	6,597	6,230	100,054
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	8.2											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	170,433											
Net debt (2021F)	1,826											
Minority interest	235											
Equity value	168,371											
# of shares (m)	1,000											
Equity value/share (Bt)	168.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 13: 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)	(%)	(%)
Yakult Honsha	2267 JP	Japan	2.9	5.3	25.2	23.9	2.3	2.2	14.0	13.4	1.0	1.0
Coca-Cola	KO US	US	11.6	8.2	24.9	23.0	12.3	11.7	21.7	19.9	3.1	3.2
PepsiCo	PEP US	US	10.4	8.1	24.4	22.6	12.4	11.5	17.0	15.8	2.9	3.0
Monster Beverage	MNST US	US	10.8	14.4	34.6	30.3	8.7	6.1	24.4	21.7	0.0	0.0
Sappe PCL	SAPPE TB	Thailand	17.3	14.0	17.5	15.3	2.7	2.5	8.6	7.9	3.6	4.1
Carabao Group PCL*	CBG TB	Thailand	19.4	32.0	34.1	25.8	12.4	10.4	25.2	19.5	2.0	2.6
Osotspa PCL*	OSP TB	Thailand	8.2	8.5	30.3	27.9	6.2	6.1	23.1	21.4	3.3	3.6
Average			11.5	12.9	27.3	24.1	8.1	7.2	19.1	17.1	2.3	2.5

Sources: Company data, Thanachart estimates
Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS.
Based on 5-Jul-21 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท คาราบาวกรุ๊ป จำกัด (CBG) คือผู้ผลิตเครื่องดื่มชูกำลังที่ใหญ่ที่สุดเป็นอันดับสองของประเทศไทย โดยมีส่วนแบ่งตลาดที่ 22% บริษัทถือหุ้น 100% ในบริษัทย่อยสามบริษัทได้แก่ CBD (บริษัทผลิตเครื่องดื่มชูกำลัง), APG (บริษัทผลิตและจัดหาขวดแก้วสำหรับเครื่องดื่มชูกำลัง), and DCM (บริษัทจัดจำหน่ายสินค้า) CBG เริ่มผลิตเครื่องดื่มชูกำลังตั้งแต่ปี 2002 และปัจจุบันมีการขายทั้งในประเทศและส่งออกไปยังต่างประเทศ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

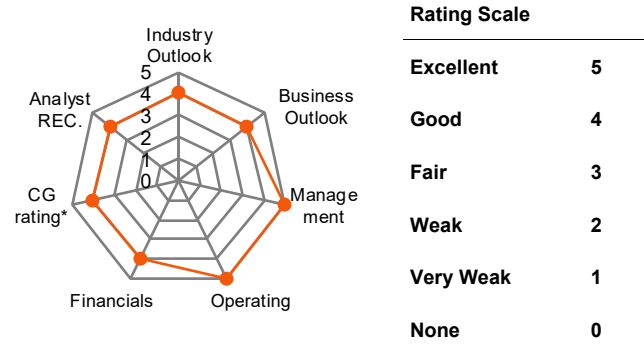
S — Strength

- มีสถานะแข็งแกร่งในตลาดเครื่องดื่มในประเทศ
- มีระบบกระจายสินค้าของตนเองที่แข็งแกร่ง
- มีทีมผู้บริหารที่มีนโยบายเชิงรุก

O — Opportunity

- ธุรกิจ trading ในประเทศ
- การเติบโตในต่างประเทศ
- การควบรวมกิจการและการเข้าซื้อกิจการ

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *No CG Rating

W — Weakness

- อยู่ในตลาดอิมพอร์ต
- ตลาดเครื่องดื่มชูกำลังของไทยปรับขึ้นราคาได้ยาก
- ฟังพาดั้วแทนแบรนด์อย่างมาก.

T — Threat

- การบริโภคในประเทศยังคงอ่อนตัว
- ความผันผวนของสกุลเงิน
- การแข่งขันที่รุนแรงของตลาดเครื่องดื่มชูกำลังในอังกฤษและจีน
- ค่าใช้จ่ายการตลาดที่สูงในอังกฤษ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	136.50	168.00	23%
Net profit 21F (Bt m)	3,856	4,209	9%
Net profit 22F (Bt m)	4,572	5,556	22%
Consensus REC	BUY: 9	HOLD: 6	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรและราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด เนื่องจากเรามีมุมมองเป็นบวกมากขึ้นต่อการเติบโตในจีน และการฟื้นตัวที่ดีในกัมพูชา และเมียนมาร์

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเติบโตของยอดขายทั้งในประเทศและต่างประเทศต่ำกว่าที่เราคาด เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรา
- การเติบโตของยอดขายในพม่าและเวียดนามที่ต่ำกว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	14,933	17,231	19,372	22,690	25,003
Cost of sales	9,123	10,173	11,170	12,897	14,080
Gross profit	5,810	7,058	8,202	9,792	10,923
% gross margin	38.9%	41.0%	42.3%	43.2%	43.7%
Selling & administration expenses	2,753	2,880	3,183	3,230	3,177
Operating profit	3,058	4,178	5,018	6,563	7,746
% operating margin	20.5%	24.2%	25.9%	28.9%	31.0%
Depreciation & amortization	534	668	743	771	790
EBITDA	3,592	4,846	5,761	7,334	8,537
% EBITDA margin	24.1%	28.1%	29.7%	32.3%	34.1%
Non-operating income	119	156	170	199	220
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(133)	(107)	(144)	(115)	(74)
Pre-tax profit	3,044	4,227	5,045	6,647	7,892
Income tax	564	667	802	1,057	1,255
After-tax profit	2,480	3,559	4,243	5,590	6,637
% net margin	16.6%	20.7%	21.9%	24.6%	26.5%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	38	(34)	(34)	(34)	(34)
Extraordinary items	(12)	0	0	0	0
NET PROFIT	2,506	3,525	4,209	5,556	6,603
Normalized profit	2,518	3,525	4,209	5,556	6,603
EPS (Bt)	2.5	3.5	4.2	5.6	6.6
Normalized EPS (Bt)	2.5	3.5	4.2	5.6	6.6

We project gross margin to rise over 2021-23F

Despite the ongoing COVID crisis, we expect 18-32% EPS growth in 2021-22F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	3,197	3,992	4,385	6,102	7,643
Cash & cash equivalent	962	947	1,000	2,200	3,400
Account receivables	1,140	1,420	1,597	1,870	2,061
Inventories	992	1,489	1,635	1,853	1,984
Others	104	136	153	179	197
Investments & loans	103	107	107	107	107
Net fixed assets	10,872	12,032	11,717	11,384	10,933
Other assets	607	956	1,338	1,476	1,574
Total assets	14,780	17,087	17,548	19,069	20,257
LIABILITIES:					
Current liabilities:	3,777	5,655	4,446	3,885	3,040
Account payables	1,447	1,573	1,727	1,994	2,177
Bank overdraft & ST loans	298	2,504	1,577	943	191
Current LT debt	1,699	1,090	686	410	83
Others current liabilities	333	488	455	537	588
Total LT debt	2,131	894	563	337	68
Others LT liabilities	153	380	772	814	846
Total liabilities	6,062	6,929	5,780	5,036	3,953
Minority interest	153	201	235	270	304
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Share premium	0	0	0	0	0
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	3,929	3,905	3,905	3,905	3,905
Retained earnings	3,637	5,051	6,627	8,859	11,094
Shareholders' equity	8,566	9,956	11,532	13,764	15,999
Liabilities & equity	14,780	17,087	17,548	19,069	20,257

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	3,044	4,227	5,045	6,647	7,892
Tax paid	(509)	(592)	(767)	(975)	(1,207)
Depreciation & amortization	534	668	743	771	790
Chg In working capital	(701)	(652)	(168)	(224)	(139)
Chg In other CA & CL / minorities	451	40	(85)	(26)	(15)
Cash flow from operations	2,818	3,691	4,767	6,194	7,321
Capex	(316)	(1,828)	(400)	(400)	(300)
Right of use	0	(304)	(330)	(50)	(50)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(3)	(4)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	67	205	310	(83)	(56)
Cash flow from investments	(252)	(1,930)	(420)	(533)	(406)
Debt financing	(624)	359	(1,661)	(1,137)	(1,347)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,100)	(2,100)	(2,633)	(3,324)	(4,368)
Warrants & other surplus	(17)	(35)	0	0	0
Cash flow from financing	(1,741)	(1,776)	(4,294)	(4,461)	(5,714)
Free cash flow	2,502	1,863	4,367	5,794	7,021

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	57.0	40.7	34.1	25.8	21.7
Normalized PE - at target price (x)	66.7	47.7	39.9	30.2	25.4
PE (x)	57.3	40.7	34.1	25.8	21.7
PE - at target price (x)	67.0	47.7	39.9	30.2	25.4
EV/EBITDA (x)	40.8	30.3	25.2	19.5	16.5
EV/EBITDA - at target price (x)	47.7	35.4	29.5	22.8	19.3
P/BV (x)	16.8	14.4	12.4	10.4	9.0
P/BV - at target price (x)	19.6	16.9	14.6	12.2	10.5
P/CFO (x)	50.9	38.9	30.1	23.2	19.6
Price/sales (x)	9.6	8.3	7.4	6.3	5.7
Dividend yield (%)	1.2	1.7	2.0	2.6	3.5
FCF Yield (%)	1.7	1.3	3.0	4.0	4.9
(Bt)					
Normalized EPS	2.5	3.5	4.2	5.6	6.6
EPS	2.5	3.5	4.2	5.6	6.6
DPS	1.7	2.4	2.9	3.8	5.0
BV/share	8.6	10.0	11.5	13.8	16.0
CFO/share	2.8	3.7	4.8	6.2	7.3
FCF/share	2.5	1.9	4.4	5.8	7.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	3.5	15.4	12.4	17.1	10.2
Net profit (%)	116.3	40.6	19.4	32.0	18.8
EPS (%)	116.3	40.6	19.4	32.0	18.8
Normalized profit (%)	114.4	40.0	19.4	32.0	18.8
Normalized EPS (%)	114.4	40.0	19.4	32.0	18.8
Dividend payout ratio (%)	67.8	68.1	68.1	68.1	75.0
Operating performance					
Gross margin (%)	38.9	41.0	42.3	43.2	43.7
Operating margin (%)	20.5	24.2	25.9	28.9	31.0
EBITDA margin (%)	24.1	28.1	29.7	32.3	34.1
Net margin (%)	16.6	20.7	21.9	24.6	26.5
D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.4	0.2	0.1	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.3	0.2	(0.0)	(0.2)
Interest coverage - EBIT (x)	23.0	39.1	34.9	57.2	105.0
Interest coverage - EBITDA (x)	27.1	45.4	40.0	63.9	115.7
ROA - using norm profit (%)	17.3	22.1	24.3	30.3	33.6
ROE - using norm profit (%)	32.0	38.1	39.2	43.9	44.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	31.5	38.4	39.5	44.2	44.6
- asset turnover (x)	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3
- operating margin (%)	21.3	25.1	26.8	29.8	31.9
- leverage (x)	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3
- interest burden (%)	95.8	97.5	97.2	98.3	99.1
- tax burden (%)	81.5	84.2	84.1	84.1	84.1
WACC (%)	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
ROIC (%)	21.1	30.0	31.3	41.3	49.2
NOPAT (Bt m)	2,491	3,518	4,221	5,519	6,514
invested capital (Bt m)	11,732	13,497	13,358	13,253	12,942

Sources: Company data, Thanachart estimates

ROE looks attractive to us
at 39% in 2021F

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประเมินราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ 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 76 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2107A , BAM16C2107A , BANP16C2107A , BDMS16C2107A , COM716C2107A , CPF16C2107A , EA16C2107A , GULF16C2107A , HANA16C2107A , IVL16C2107A , KBAN16C2107A , MINT16C2107A , OR16C2107A , PTG16C2107A , SAWA16C2107A , SCGP16C2107A , STA16C2107A , TASC16C2107A , AEON16C2108A , CBG16C2108A , CPF16C2108A , DELT16C2108A , EA16C2108A , GUNK16C2108A , IRPC16C2108A , KBAN16C2108A , MTC16C2108A , OR16C2108A , PTTG16C2108A , RS16C2108A , TQM16C2108A , S5016C2109A , S5016P2109A , AOT16C2109A , BANP16C2109A , BCH16C2109A , BDMS16C2109A , BH16C2109A , CBG16C2109A , CBG16C2109B , CPAL16C2109A , CPN16C2109A , DELT16C2109A , EPG16C2109A , GPSC16C2109A , IVL16C2109A , KBAN16C2109A , KCE16C2109A , MINT16C2109A , MTC16C2109A , OR16C2109A , PRM16C2109A , PTG16C2109A , PTT16C2109A , RS16C2109A , SCGP16C2109A , TASC16C2109A , ADVA16C2110A , BAM16C2110A , BANP16C2110A , BGRI16C2110A , EA16C2110A , EGO16C2110A , IRPC16C2110A , JMT16C2110A , KTC16C2110A , KTC16C2110B , PTTG16C2110A , STEC16C2110A , TU16C2110A , GPSC16C2110A , GUNK16C2110A , IVL16C2110A , RBF16C2110A , S5016C2109B , S5016P2109B (underlying securities are ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BCH, BDMS, BGRIM, BH, CBG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, EA, EGO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTT, PTTG, RBF, RS, SET50, SAWAD, SCGP, STA, TASC, TQM, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีส่วนได้ส่วนเสียกับ บริษัท ธารานิลสินธุ์ 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 ธารานิลสินธุ์ 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 บทวิเคราะห์นี้ได้รับการจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการร่วมกันได้แก่ นางอริศวิณี ไตรลึงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้รับการจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลอวิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลอวิปเมนท์ 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 นิการุณ, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	พลังงาน , ปิโตรเคมี, กระดาษ จักร เรืองสินภิญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ พัทธดนย์ บุญนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ตียะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน สรัชดา ศรีทรง 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 ทิพย์มณฑล 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	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัตร Tel: 662-779-9117 sunet.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี 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