

**HOLD** (Unchanged)**TP: Bt 6.40**

(From: Bt 7.00)

Change in Numbers

Upside : 9.4%

2 JULY 2021

# VGI Public Co Ltd (VGI TB)

## ฟื้นตัวช้าออกไป

การระบาดของโควิด-19 อย่างต่อเนื่อง และมาตรการกึ่งล็อกดาวน์ล่าสุด เหมือนจะทำให้การฟื้นตัวของค่าใช้จ่ายโฆษณาผ่านสื่อออนไลน์ชะลอออกไปยังปีหน้า และเราปรับลดประมาณการกำไรของ VGI ลง 16-42% ในปี F22-24F เรายังคงคำแนะนำ “ถือ” โดยมีราคาเป้าหมาย (ปีฐาน FY22F) ต่ำลงเหลือ 6.4 บาท

**SAKSID PHADTHANARAK**

662 – 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

### ปรับลดประมาณการกำไร

สื่อออนไลน์ (OOH) ได้รับผลกระทบจากโควิดระลอก 3 และมาตรการกึ่งล็อกดาวน์ โดยเม็ดเงินโฆษณาผ่านสื่อออนไลน์ลดลง 19% ในปี 2020 และอีก 11%y-y ใน 5M21 VGI เป็นผู้ประกอบการสื่อออนไลน์รายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย และมีกำไรที่ลดลง 86% ในปี FY21 (สิ้นงวดมี.ค. 2021) ด้วยการจัดซื้อระลอกที่สามที่ยืดเยื้อ และการล็อกดาวน์บางส่วนในช่วงเดือนที่ประกาศไปเมื่อเร็วๆ นี้ เราจึงคาดว่ากำไรฟื้นตัวของธุรกิจของ VGI จะล่าช้าออกไปยังปีหน้า และปรับลดกำไรลง 16-42% ในปี FY22-24F (ดูสมมติฐานหลักใน Exhibit 1) เรายังคงคาดว่า VGI จะมีผลขาดทุน 24 ลบ. ใน 1QFY22F (เม.ย.-มิ.ย.2021) โดยมีแนวโน้มอ่อนแอต่อเนื่องไปยังไตรมาสหน้า

### ธุรกิจใหม่ยังไม่สร้างกำไรให้มากนัก

VGI ได้ขยายธุรกิจออกไปจากธุรกิจสื่อออนไลน์ โครงสร้างรายได้ในปี FY21 มาจากสื่อออนไลน์ 62% และ 38% จากบริการดิจิทัล ซึ่งรวมถึงโฆษณาออนไลน์ การชำระเงินทางอิเล็กทรอนิกส์ นายหน้าประกันภัยออนไลน์ และการลงทุนล่าสุดในบริการสินเชื่อดิจิทัล ซึ่งเรียกว่า Rabbit Cash VGI ถือหุ้น 77% ใน Rabbit Cash ซึ่งมีแผนจะเปิดตัวบริการสินเชื่อสวัสดิการในเดือนนี้ และสินเชื่อนาโนไฟแนนซ์ในเดือนธันวาคม จากเป้าสินเชื่อ 1 พันลบ. (เงินกู้สวัสดิการ 70% และสินเชื่อนาโน 30%) ในปีแรกของการดำเนินงาน Rabbit Cash คาดว่าจะสร้างรายได้ต่อกบประมาณ 100 ลบ. สมมติว่าอัตรากำไรสุทธิอยู่ที่ 10% ธุรกิจน่าจะยังคงสร้างกำไรให้เล็กน้อยที่ 10 ลบ.

### ยังคงได้ประโยชน์โดยตรงเมื่อเข้าสู่สภาวะปกติ

VGI เป็นผู้ได้ประโยชน์โดยตรงเมื่อการระบาดของโควิด-19 จบลง แม้ว่ายังไม่เกิดขึ้นจริงก็ตาม VGI เป็นบริษัทสื่อออนไลน์ที่ใหญ่ที่สุด ด้วยมีส่วนแบ่งตลาดโดยตรง 20% และส่วนแบ่งตลาดทางอ้อม 31% ผ่านทาง การถือหุ้น 19% ในบมจ. แพลน บี มีเดีย (PLANB) และ 27% ในบมจ. มาสเตอร์ แอด (MACO) ก่อนที่จะเกิดการระบาดของโควิด-19 ในปี FY20 VGI มี operating leverage ที่สูง และความสามารถในการทำกำไรน่าจะกลับสู่ระดับสูงเมื่อตลาดเข้าสู่สภาวะปกติ อัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ 51% และ EBITDA margin อยู่ที่ 37% ในปีก่อนเกิดโควิดปี FY2020 เนื่องจาก BTS ถือหุ้น 52% ใน VGI บริษัทฯ จึงมีอำนาจผูกขาด และเติบโตไปกับเครือข่ายรถไฟฟ้ามหานคร

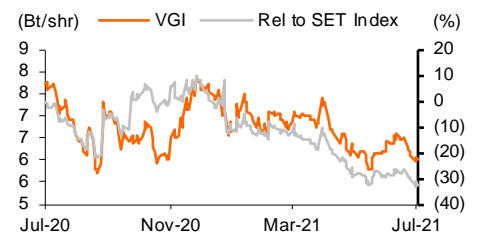
### เต็มมูลค่า

ประเมินด้วยวิธี SOTP DCF เราประเมินมูลค่า VGI ได้ที่ 6.4 บาท (ลดลงจาก 7 บาท เนื่องจากการปรับลดกำไรของเรา) และแนะนำ “ถือ” จากราคาเป้าหมายของเรา, 4.7 บาท มาจากธุรกิจหลัก และ 1.7 บาท มาจากเงินลงทุนในบริษัทร่วม (Exhibit 2) VGI ซื้อขายที่ PE ที่สูง (เฉลี่ย 5 ปีที่ 55 เท่า) ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นเพราะอำนาจผูกขาด การเติบโตอย่างมั่นคงตามแนวรถไฟฟ้ามหานคร และความสามารถในการทำกำไรที่สูง

### COMPANY VALUATION

Y/E Mar (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	2,480	2,854	3,729	4,417
Net profit	980	449	958	1,392
Consensus NP	—	842	1,173	1,695
Diff frm cons (%)	—	(46.6)	(18.3)	(17.8)
Norm profit	184	449	958	1,392
Prev. Norm profit	—	776	1,226	1,661
Chg frm prev (%)	—	(42.1)	(21.8)	(16.2)
Norm EPS (Bt)	0.02	0.05	0.11	0.2
Norm EPS grw (%)	(85.7)	144.5	113.3	45.3
Norm PE (x)	274.1	112.1	52.6	36.2
EV/EBITDA (x)	126.2	87.4	46.9	33.4
P/BV (x)	3.0	3.0	2.8	2.7
Div yield (%)	0.3	0.2	0.4	2.1
ROE (%)	1.3	2.7	5.5	7.7
Net D/E (%)	(1.8)	1.1	(1.2)	(3.0)

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 2-Jul-21 (Bt)	5.85
Market Cap (US\$ m)	1,564.2
Listed Shares (m shares)	8,611.2
Free Float (%)	24.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	6.0
12M Price H/L (Bt)	7.90/5.70
Sector	Media
Major Shareholder	BTS & BTSC 66.2%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



**Ex 1: Key Assumption Changes**

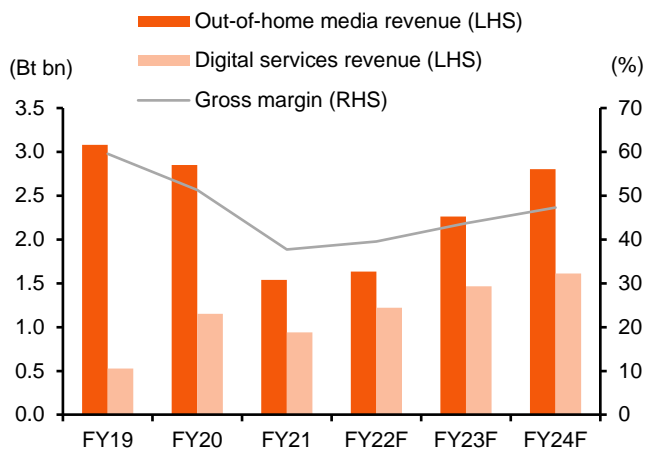
FY ending March	FY22F	FY23F	FY24F
<b>Sales (Bt m)</b>			
New	2,854	3,729	4,417
Old	3,427	3,953	4,470
Change (%)	(16.7)	(5.7)	(1.2)
<b>Gross margin (%)</b>			
New	39.5	43.7	47.3
Old	51.3	55.3	57.9
Change (pp)	(11.8)	(11.6)	(10.6)

Source: Thanachart estimates

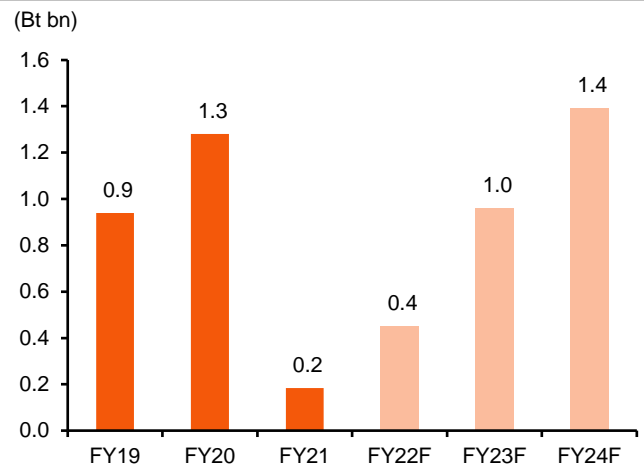
**Ex 2: Our SOTP value Of VGI's investments in associates**

	% holding	Our fair value (Bt m)	Share price (Bt/share)	Market value (Bt m)
KEX	18.1%	9,533	38.5	12,098
PLANB	18.6%	4,477	6.0	4,333
MACO	26.6%	1,007	0.7	1,050
<b>Total</b>		<b>15,018</b>		<b>17,481</b>
<b>Per VGI share (Bt)</b>		<b>1.7</b>		<b>2.0</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

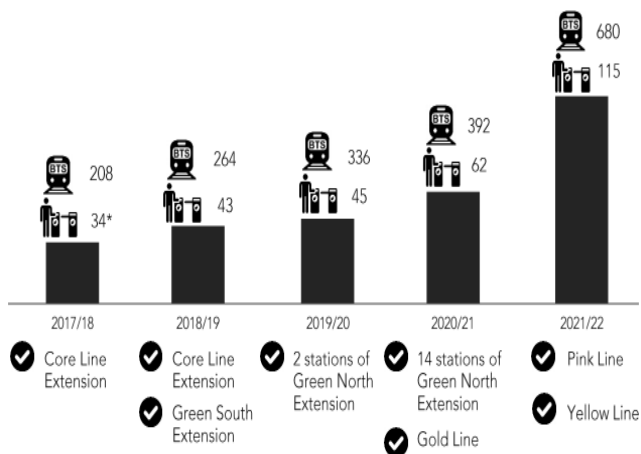
**Ex 3: VGI's Revenue Breakdown Vs. Gross Margin**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 4: VGI's Normalized Earnings**

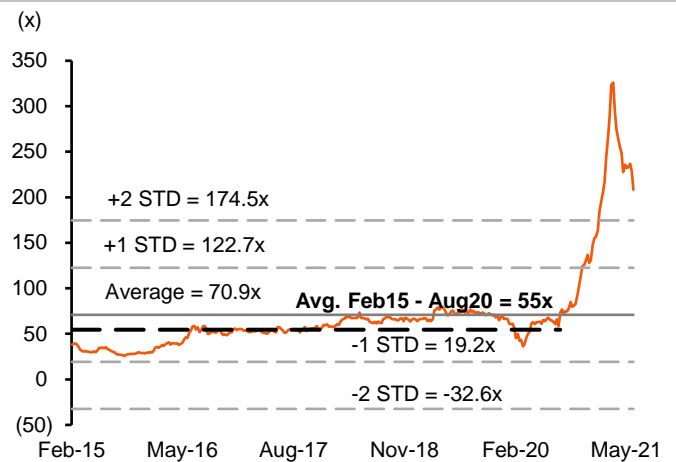
Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 5: Increase In Train And Station Capacity



Source: Company data

## Ex 6: VGI's PE Standard Deviation



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

## Ex 7: 12-month DCF-based TP Calculation, Using a Base Year of FY22F

(Bt m)	FY22F	FY23F	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F	FY29F	FY30F	FY31F	FY32F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	578	1,070	1,490	1,763	2,064	2,395	2,546	2,915	3,312	3,777	4,280	—
Free cash flow	18	304	664	916	1,163	1,419	1,584	1,822	2,131	2,501	2,900	92,513
PV of free cash flow	18	264	537	678	798	904	935	998	1,082	1,128	1,208	23,900
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	7.4											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	40,786											
Net debt (FY20)	196											
Minority interest	422											
Equity value	40,169											
# of shares (m)	8,611											
<b>Target price/share (Bt)</b>	<b>4.66</b>											

Sum-of-the-parts	% holding	(Bt m)
<b>Enterprise value from media business</b>		<b>40,786</b>
<b>Investment equity value</b>		<b>15,018</b>
KEX	18.1%	9,533
PLANB	18.6%	4,477
MACO	26.6%	1,007
<b>Total enterprise value</b>		<b>55,804</b>
(Less) Net debt		196
(Less) Minority interest		422
<b>Total enterprise value</b>		<b>55,187</b>
# of shares (fully diluted) (m shares)		8,611
<b>Sum-of-the-parts (Bt/share)</b>		<b>6.4</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

## Ex 8: 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	488.7	20.0	1.0	0.9	7.0	5.0	0.8	1.4
Sun TV Network	SUNTV IN	India	3.2	8.0	13.2	12.2	2.8	2.5	7.1	6.5	4.2	4.7
Zee Entertainment	Z IN	India	84.5	16.1	14.1	12.2	1.9	1.7	8.7	7.6	1.8	2.1
Surya Citra Media	SCMA IJ	Indonesia	7.2	16.4	21.0	18.0	5.4	4.7	15.8	13.9	3.0	2.8
Media Nusantara	MNCN IJ	Indonesia	30.5	15.0	5.1	4.4	0.7	0.6	4.8	4.4	4.0	5.7
Beijing Gehua	600037 CH	China	196.6	14.3	26.0	22.8	1.0	0.9	5.2	4.7	1.3	1.5
Media Prima Bhd	MPR MK	Malaysia	na	61.5	18.5	11.4	0.8	0.8	3.4	3.2	0.0	0.0
BEC World*	BEC TB	Thailand	na	44.9	36.0	24.8	4.6	4.4	8.8	7.7	2.5	3.6
MAJOR Cineplex*	MAJOR TB	Thailand	na	34.1	28.3	21.1	3.2	3.0	15.9	12.7	2.1	3.8
Plan B Media*	PLANB TB	Thailand	44.6	173.3	112.9	41.3	4.2	3.9	8.8	7.3	0.3	1.3
RS Pcl*	RS TB	Thailand	8.7	54.9	38.1	24.6	9.3	8.3	16.5	11.4	2.1	3.5
VGI Pcl**	VGI TB	Thailand	144.5	113.3	112.1	52.6	3.0	2.8	87.4	46.9	0.2	0.4
Workpoint Ent**	WORK TB	Thailand	na	na	na	265.7	2.2	2.1	15.0	12.6	0.0	0.2
<b>Average</b>			<b>65.0</b>	<b>50.2</b>	<b>76.2</b>	<b>40.9</b>	<b>3.1</b>	<b>2.8</b>	<b>15.7</b>	<b>11.1</b>	<b>1.7</b>	<b>2.4</b>

Source: Bloomberg

Note: \* Thanachart estimates using normalized EPS growth

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

Based on 2-Jul-2021 closing prices

## COMPANY DESCRIPTION

VGI Global Media (VGI) เป็นบริษัทในเครือของ BTS ซึ่งเป็นผู้ประกอบการด้านสื่อโฆษณาขนาดใหญ่ที่สุดในประเทศไทย ได้รับสิทธิในการบริหารพื้นที่โฆษณาบนสถานีรถไฟฟ้าของ BTS ซึ่งรวมถึงสถานีและขบวนรถไฟฟ้า VGI จ่ายค่า license fee 5% ของรายได้ที่ได้จากรัฐกิจ BTS ให้ BTS Group และเพิ่มขึ้น 5% ทุกๆ 5 ปี จนถึง 20% นอกจากนี้บริษัทฯ ยังขยายธุรกิจไปยังสื่อโฆษณาในอาคารสำนักงาน สื่อออนไลน์ สื่อโฆษณาในสนามบิน ผู้ให้บริการสาริตสินค้าและผลิตภัณฑ์ และสื่อดิจิทัลและออนไลน์

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- โมเดลธุรกิจมีความเสี่ยงต่ำอย่างมาก เนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่มาจากการดำเนินธุรกิจสื่อโฆษณาให้กับบริษัทแม่ BTS
- ครองพื้นที่โฆษณาของ BTS VGI จึงมีการประหยัดจากขนาดซึ่งทำให้มีความสามารถในการแข่งขันสูง เทียบกับสื่อโฆษณานอกบ้านประเภทอื่น
- เป็นธุรกิจที่สร้างกระแสเงินสดแข็งแกร่ง

## O — Opportunity

- อุปสงค์พื้นที่โฆษณา out-of-home แข็งแกร่งเนื่องจากประชาชนในพื้นที่กรุงเทพฯ ใช้เวลานอกบ้านมากขึ้น
- การขยายของสถานีรถไฟฟ้าและสาขาของค่าปลีก โอกาสการเติบโตของ VGI
- ฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง เป็นโอกาสการทำ M&A และขยายธุรกิจในต่างประเทศ

## CONSENSUS COMPARISON

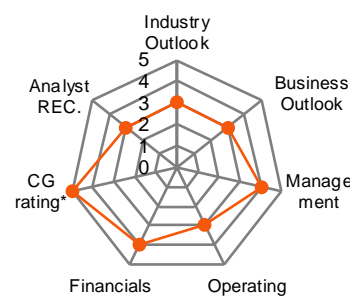
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	7.46	6.40	-14%
Net profit 22F (Bt m)	842	449	-47%
Net profit 23F (Bt m)	1,173	958	-18%
Consensus REC	BUY: 12	HOLD: 2	SELL: 2

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี FY22-23F ของเรต่ำกว่าตลาด 18-47% เนื่องจากเรามองว่ากำไรของ VGI จะถูกกระทบจากโควิดระลอกใหม่ในปีนี้ และฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปในปีนี้
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \* CG Rating

## Rating Scale

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

## W — Weakness

- เนื่องด้วยธุรกิจส่วนใหญ่อาศัยบริษัทแม่ BTS จึงมีความเสี่ยงในเรื่องความโปร่งใส
- รถไฟฟ้า BTS มีความเสี่ยงด้านความไม่สงบทางการเมืองที่อาจส่งผลให้การให้บริการรถไฟฟ้าหยุดชะงัก ซึ่งส่งผลกระทบต่อธุรกิจสื่อโฆษณาของ VGI ในทางอ้อม

## T — Threat

- การเติบโตของเม็ดเงินโฆษณาสื่อ OHM อาจทำให้มีผู้เข้ามาแข่งขันในตลาดเพิ่ม ลดความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของ VGI
- การตัดเม็ดเงินโฆษณาจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกเป็นปัจจัยลบต่ออัตราการโฆษณาและการเพิ่มขึ้นของอัตราค่าโฆษณาของ VGI ในระยะสั้น

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ระยะเวลาการกักกันการระบาดของโควิด-19 ที่นานเกินกว่าที่เราคาดไว้ จะสร้างแรงกดดันต่อความเชื่อมั่นและการใช้จ่ายโฆษณาของผู้โฆษณา
- การใช้เม็ดเงินโฆษณานั้นยังขึ้นอยู่กับสถานการณ์ทางเศรษฐกิจด้วยการชะลอตัวของเศรษฐกิจจะส่งผลกระทบต่อ occupancy rate ของ VGI

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

*We forecast VGI's earnings to take three years to get back to the pre-COVID level*

FY ending Mar (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	4,000	2,480	2,854	3,729	4,417
Cost of sales	1,948	1,544	1,726	2,098	2,328
<b>Gross profit</b>	<b>2,052</b>	<b>936</b>	<b>1,128</b>	<b>1,631</b>	<b>2,089</b>
% gross margin	51.3%	37.7%	39.5%	43.7%	47.3%
Selling & administration expenses	984	926	942	969	1,016
<b>Operating profit</b>	<b>1,068</b>	<b>10</b>	<b>187</b>	<b>661</b>	<b>1,073</b>
% operating margin	26.7%	0.4%	6.5%	17.7%	24.3%
Depreciation & amortization	411	386	392	409	417
<b>EBITDA</b>	<b>1,479</b>	<b>397</b>	<b>578</b>	<b>1,070</b>	<b>1,490</b>
% EBITDA margin	37.0%	16.0%	20.3%	28.7%	33.7%
Non-operating income	250	171	162	193	223
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(74)	(73)	(77)	(61)	(54)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>1,244</b>	<b>108</b>	<b>272</b>	<b>793</b>	<b>1,242</b>
Income tax	214	8	54	159	248
<b>After-tax profit</b>	<b>1,030</b>	<b>100</b>	<b>218</b>	<b>634</b>	<b>994</b>
% net margin	25.7%	4.0%	7.6%	17.0%	22.5%
Shares in affiliates' Earnings	131	10	182	259	321
Minority interests	120	73	50	65	77
Extraordinary items	143	796	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>1,424</b>	<b>980</b>	<b>449</b>	<b>958</b>	<b>1,392</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>1,281</b>	<b>184</b>	<b>449</b>	<b>958</b>	<b>1,392</b>
EPS (Bt)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2
Normalized EPS (Bt)	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2

## BALANCE SHEET

*Despite the impact from the COVID crisis...  
...we don't expect VGI to face any financial difficulties*

FY ending Mar (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	2,607	3,210	3,013	3,630	4,115
Cash & cash equivalent	730	1,461	1,000	1,000	1,000
Account receivables	1,061	794	914	1,194	1,414
Inventories	0	0	0	0	0
Others	816	955	1,099	1,436	1,701
Investments & loans	11,851	9,223	9,223	9,223	9,223
Net fixed assets	1,142	1,220	1,278	1,319	1,353
Other assets	1,478	7,755	7,881	7,891	7,901
<b>Total assets</b>	<b>17,077</b>	<b>21,408</b>	<b>21,395</b>	<b>22,063</b>	<b>22,592</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	2,660	3,183	3,102	2,886	2,612
Account payables	464	399	446	542	602
Bank overdraft & ST loans	450	0	0	0	0
Current LT debt	239	1,159	1,196	787	444
Others current liabilities	1,506	1,625	1,460	1,556	1,566
<b>Total LT debt</b>	<b>1,200</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Others LT liabilities	140	1,161	962	1,094	1,199
<b>Total liabilities</b>	<b>3,999</b>	<b>4,345</b>	<b>4,064</b>	<b>3,979</b>	<b>3,811</b>
Minority interest	294	472	422	356	279
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	861	861	861	861	861
Share premium	12,730	12,730	12,730	12,730	12,730
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(2,847)	32	32	32	32
<b>Retained earnings</b>	<b>2,039</b>	<b>2,969</b>	<b>3,287</b>	<b>4,104</b>	<b>4,879</b>
Shareholders' equity	12,784	16,592	16,910	17,728	18,502
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>17,077</b>	<b>21,408</b>	<b>21,395</b>	<b>22,063</b>	<b>22,592</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT**

<b>FY ending Mar (Bt m)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
Earnings before tax	1,244	108	272	793	1,242
Tax paid	(312)	110	(109)	(63)	(238)
Depreciation & amortization	411	386	392	409	417
Chg In working capital	434	202	(73)	(184)	(161)
Chg In other CA & CL / minorities	(2,750)	(6)	(72)	(78)	56
<b>Cash flow from operations</b>	<b>(973)</b>	<b>800</b>	<b>409</b>	<b>877</b>	<b>1,316</b>
Capex	429	(465)	(450)	(450)	(450)
Right of use	0	(438)	(127)	(10)	(10)
ST loans & investments	83	141	0	0	0
LT loans & investments	153	2,628	0	0	0
Adj for asset revaluation	65	115	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	2,195	(4,471)	238	132	106
<b>Cash flow from investments</b>	<b>2,925</b>	<b>(2,489)</b>	<b>(339)</b>	<b>(328)</b>	<b>(354)</b>
Debt financing	(1,339)	(730)	37	(408)	(344)
Capital increase	543	0	0	0	0
Dividends paid	(850)	(310)	(131)	(141)	(618)
Warrants & other surplus	(2,092)	3,023	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(3,738)</b>	<b>1,983</b>	<b>(94)</b>	<b>(549)</b>	<b>(962)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(543)</b>	<b>335</b>	<b>(41)</b>	<b>427</b>	<b>866</b>

**VALUATION**

<b>FY ending Mar</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
Normalized PE (x)	39.3	274.1	112.1	52.6	36.2
Normalized PE - at target price (x)	43.0	299.9	122.7	57.5	39.6
PE (x)	35.4	51.4	112.1	52.6	36.2
PE - at target price (x)	38.7	56.2	122.7	57.5	39.6
EV/EBITDA (x)	34.8	126.2	87.4	46.9	33.4
EV/EBITDA - at target price (x)	38.0	138.1	95.6	51.3	36.6
P/BV (x)	3.9	3.0	3.0	2.8	2.7
P/BV - at target price (x)	4.3	3.3	3.3	3.1	3.0
P/CFO (x)	(51.8)	63.0	123.0	57.4	38.3
Price/sales (x)	12.6	20.3	17.7	13.5	11.4
Dividend yield (%)	1.0	0.3	0.2	0.4	2.1
FCF Yield (%)	(1.1)	0.7	(0.1)	0.8	1.7
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2
EPS	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2
DPS	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1
BV/share	1.5	1.9	2.0	2.1	2.1
CFO/share	(0.1)	0.1	0.0	0.1	0.2
FCF/share	(0.1)	0.0	(0.0)	0.0	0.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

*VGI has always traded at high valuations due to...*

*...its high profitability and secured media capacity expansion but...*

*...its PE multiples of 36-53x in FY23-24F look fairly valued*

**FINANCIAL RATIOS**

<b>FY ending Mar</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	10.8	(38.0)	15.1	30.6	18.5
Net profit (%)	29.3	(31.2)	(54.1)	113.3	45.3
EPS (%)	18.3	(31.2)	(54.1)	113.3	45.3
Normalized profit (%)	36.4	(85.7)	144.5	113.3	45.3
Normalized EPS (%)	24.8	(85.7)	144.5	113.3	45.3
Dividend payout ratio (%)	36.9	17.6	20.0	20.0	75.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	51.3	37.7	39.5	43.7	47.3
Operating margin (%)	26.7	0.4	6.5	17.7	24.3
EBITDA margin (%)	37.0	16.0	20.3	28.7	33.7
Net margin (%)	25.7	4.0	7.6	17.0	22.5
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.1	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.0)
Interest coverage - EBIT (x)	14.4	0.1	2.4	10.8	20.0
Interest coverage - EBITDA (x)	20.0	5.4	7.5	17.5	27.7
ROA - using norm profit (%)	6.4	1.0	2.1	4.4	6.2
ROE - using norm profit (%)	9.7	1.3	2.7	5.5	7.7
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	7.8	0.7	1.3	3.7	5.5
- asset turnover (x)	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
- operating margin (%)	32.9	7.3	12.2	22.9	29.3
- leverage (x)	1.5	1.3	1.3	1.3	1.2
- interest burden (%)	94.4	59.7	78.0	92.9	95.9
- tax burden (%)	82.8	92.5	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	0.0	0.0	7.4	7.4	7.4
ROIC (%)	6.1	0.1	0.9	3.1	4.9
NOPAT (Bt m)	884	10	149	529	859
invested capital (Bt m)	13,943	16,289	17,105	17,515	17,946

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประเมินราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 , EGCO16C2110A , 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, CPAL, CPF, CPN, DELTA, EA, EGCO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTT, PTTGC, RBF, RS, SET50, SAWAD, SCGP, STA, TASC, TQM, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัททูธนชาติ 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)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรชมิล 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 มีกรรมการร่วมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีควิเบเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีควิเบเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สนวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สนวนอุตสาหกรรมโรจนะ 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 , ปีเตอร์เคมี, กระดาษ

จักร เรื่องสิทธิสัญญา

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

สรชดา สรทรง

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 จิตกุล

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 ลิมาวงษ์ปราณี

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สดภาพ

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

---