

BUY (Unchanged)

Company Update

TP: Bt 10.00 (Unchanged)

Upside : 14.3%

13 SEPTEMBER 2021

Bangkok Exp. & Metro (BEM TB)

ได้ประโยชน์จากการคลายล็อกดาวน์

BEM ได้ประโยชน์จากการคลายล็อกดาวน์ ด้วยกำไรเติบโตที่ 277% y-y ในปี 2022F และ 47% y-y ในปี 2023F หนุนโดยยอดการใช้ทางด่วน และจำนวนผู้โดยสารที่ฟื้นตัวหลังคลายล็อกดาวน์กรุงเทพฯ ประโยชน์จาก operating leverage และปันผลที่เพิ่มขึ้นจากบริษัทร่วมค้า BEM ยังเป็นอีกโอกาสที่จะชนะโครงการสายสีส้มตะวันตกด้วย คงคำแนะนำ "ซื้อ"



SAKSID PHADTHANANARAK

662 – 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

คงคำแนะนำ "ซื้อ"

BEM ได้รับผลกระทบจากวิกฤตโควิด-19 และเรคาดว่าบริษัท จะมีกำไรที่แย่ที่สุดในปีที่ 588 ลบ. อย่างไรก็ตาม เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" โดยให้ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2022F) ที่ 10 บาท/หุ้น ประการแรก เราเชื่อว่าราคาหุ้นได้สะท้อนข่าวร้ายไปแล้ว โดยลดลง 23% จากช่วงต้นปีที่แล้ว ประการที่สอง เราคาดว่า ยอดการใช้ทางด่วนและจำนวนผู้โดยสารที่ฟื้นตัวหลังจากการคลายล็อกดาวน์กรุงเทพฯ ในเดือนนี้ ซึ่งจะหนุนให้กำไรเติบโต 277% y-y ในปี 2022F และ 47% y-y ในปี 2023F ประการสุดท้าย ซื้อขายที่ PE ที่น่าสนใจที่ 60 เท่า ในปี 2022F และ 41 เท่า ในปี 2023F เทียบกับค่าเฉลี่ยก่อนเกิดโควิดในปี 2015-19 ที่ 46 เท่า

จุดคุ้มทุนต่ำ

ราว 60% ของรายได้ของ BEM มาจากธุรกิจทางด่วนที่ให้ผลกำไรสูง และ 30% มาจากธุรกิจขนส่งมวลชนที่ยังขาดทุนอยู่ แม้ยอดการใช้ทางด่วนจะลดลงเหลือ 6 แสนคัน/วัน ในเดือนสิงหาคม (เทียบกับ 8 แสนคัน ใน 8M21 และ 1.2 ล้านคัน ในช่วงก่อนเกิดโควิด-19) และจำนวนผู้โดยสารเหลือ 6 หมื่นเที่ยว/วัน (เทียบกับ 1.4 แสนเที่ยว/วัน ใน 8M21 และ 3.4 แสนเที่ยว/วัน ในปี 2019) แต่ BEM ยังคงรายงานกำไร 506 ลบ. ใน 1H21 ทั้งนี้เนื่องมาจากปริมาณรถที่มีจุดคุ้มทุนต่ำเพียง 5 แสนคัน/วัน ในขณะที่จำนวนผู้โดยสารคุ้มทุนที่ 3.2 แสนเที่ยว/วัน อย่างไรก็ตาม หลังการล็อกดาวน์กรุงเทพฯ เมื่อต้นเดือนนี้ ผู้บริหารพบว่ายอดการใช้ทางด่วนฟื้นตัวเป็น 8 แสนคัน และจำนวนผู้โดยสารเป็น 1 แสนเที่ยว เราประเมินว่ายอดการใช้ทางด่วนจะเพิ่มขึ้นเป็น 88% ของระดับก่อนเกิดโควิด-19 ในปี 2022F และ 100% ในปี 2023F และจำนวนผู้โดยสารเป็น 67% ในปี 2022F และ 83% ในปี 2023F

ธุรกิจของบริษัทร่วมแข็งแกร่ง

นอกจากนี้เรายังคาดว่ารายได้เงินปันผลรับของ BEM จะเพิ่มขึ้นเป็น 466 ลบ. - 621 ลบ. ในปี 2021-23F โดยได้แรงหนุนจาก 1) บมจ. ทีทีบีบลิว (TTW "ซื้อ") ซึ่งเป็นผู้ผลิตน้ำประปา ซึ่งเราคาดว่ากำไรจะเติบโตเฉลี่ย 2% ต่อปีในปี 2021-23F และ 2) บมจ.ซีเค เพาเวอร์ ซึ่งถือหุ้นอยู่ 18% (CKP, "ซื้อ") ซึ่งเป็นผู้ประกอบการโรงไฟฟ้า ซึ่งนักวิเคราะห์ของเรา คาดการณ์ว่ากำไรสุทธิจะเติบโต 419% y-y ในปีนี้ และ 8% y-y ในปี 2022F ด้วยการฟื้นตัวของกำไรจากธุรกิจหลัก เราประมาณการการเติบโตของกำไรของ BEM ที่ 277% y-y ในปี 2022F และ 47% y-y ในปี 2023F

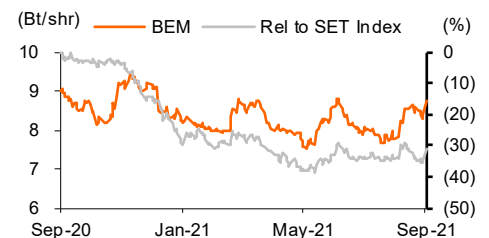
Upside ต่อประมาณการของเรา

การประมูลโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก (1.23 แสนลบ.) ดูเหมือนจะล่าช้าไปในปี 2022 อย่างไรก็ตาม เรายังมองว่า BEM จะมีโอกาสเป็นพันธมิตรด้วยมีประสบการณ์ (BEM เป็นผู้ให้บริการรถไฟฟ้าดินรายเดียวในประเทศไทย) มีความได้เปรียบด้านต้นทุน (สายนี้เชื่อมต่อกับรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงินของ BEM ทำให้ประหยัดค่าใช้จ่ายได้บางส่วน) และความสามารถในการก่อสร้าง (บริษัทแม่ของ BEM คือ บมจ. ช.การช่าง (CK, "ซื้อ")) หากเราสมมติโครงการให้ IRR ที่ 10% เราคาดว่าจะเพิ่มมูลค่าให้ 1 บาทต่อหุ้น จากราคาเป้าหมายของเรา

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	13,489	10,772	13,529	15,467
Net profit	2,051	588	2,216	3,266
Norm profit	2,048	588	2,216	3,266
Consensus NP	—	1,221	3,306	4,371
Diff frm cons (%)	—	(51.8)	(33.0)	(25.3)
Prev. Norm profit	—	588	2,215	3,266
Chg frm prev (%)	—	0.0	0.0	0.0
Norm EPS (Bt)	0.1	0.0	0.1	0.2
Norm EPS grw (%)	(29.9)	(71.3)	276.7	47.4
Norm PE (x)	65.3	227.4	60.4	40.9
EV/EBITDA (x)	36.0	54.1	33.7	26.9
P/BV (x)	3.5	3.5	3.4	3.2
Div yield (%)	1.1	0.1	0.4	0.6
ROE (%)	5.3	1.6	5.7	8.0
Net D/E (%)	175.9	174.5	154.7	132.5

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 13-Sep-21 (Bt)	8.75
Market Cap (US\$ m)	4,064.8
Listed Shares (m shares)	15,285.0
Free Float (%)	54.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	12.0
12M Price H/L (Bt)	9.45/7.50
Sector	Transportation
Major Shareholder	CK Pcl 31.3%

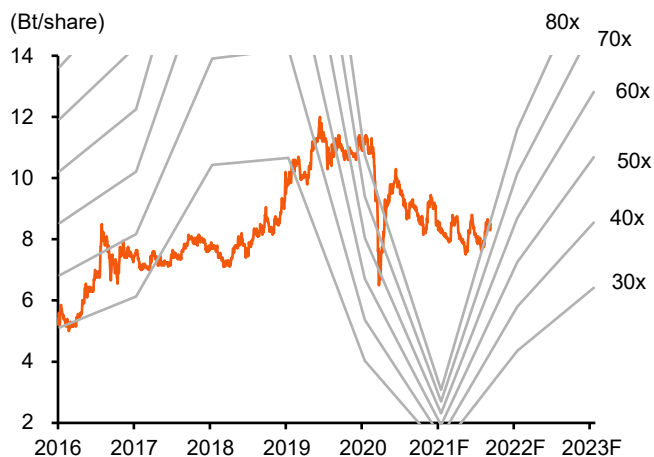
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การบริการแก่ผู้ลงทุนเท่านั้นและไม่ใช่คำแนะนำในการซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

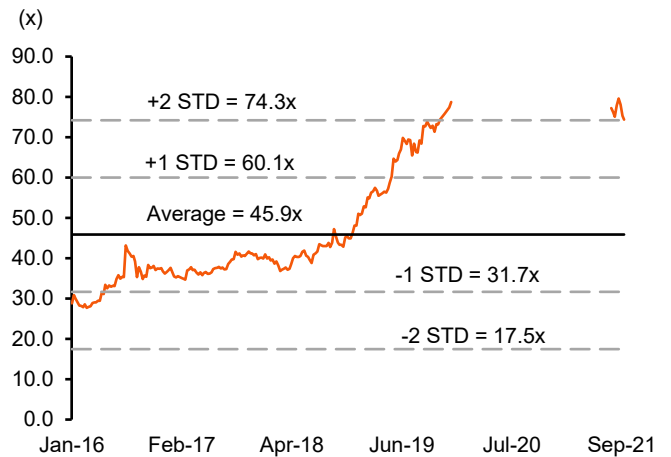


Ex 1: BEM's PE Band



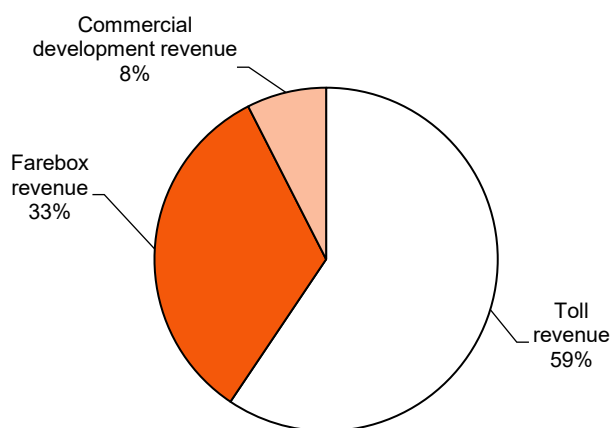
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 2: BEM's PE Standard Deviation



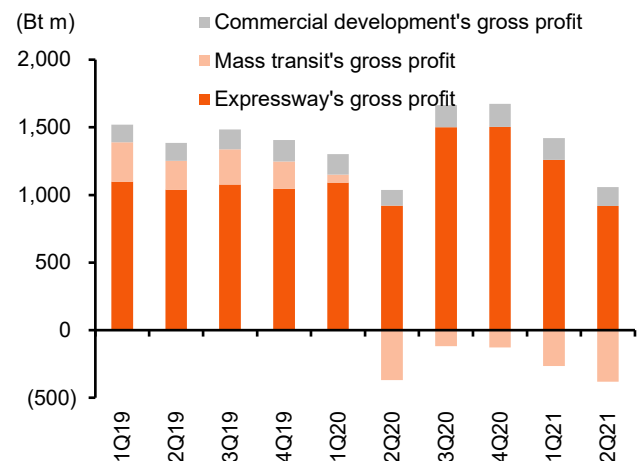
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 3: BEM's Revenue Breakdown in 1H21



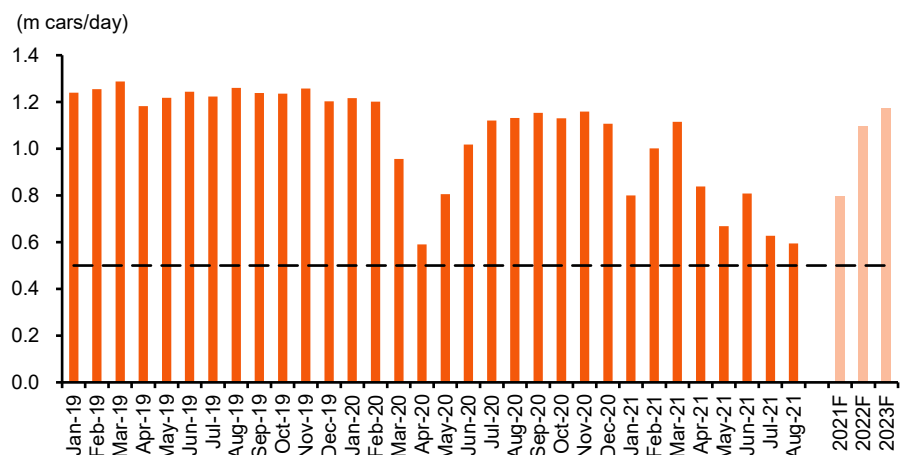
Source: Company data

Ex 4: BEM's Gross Profit Breakdown

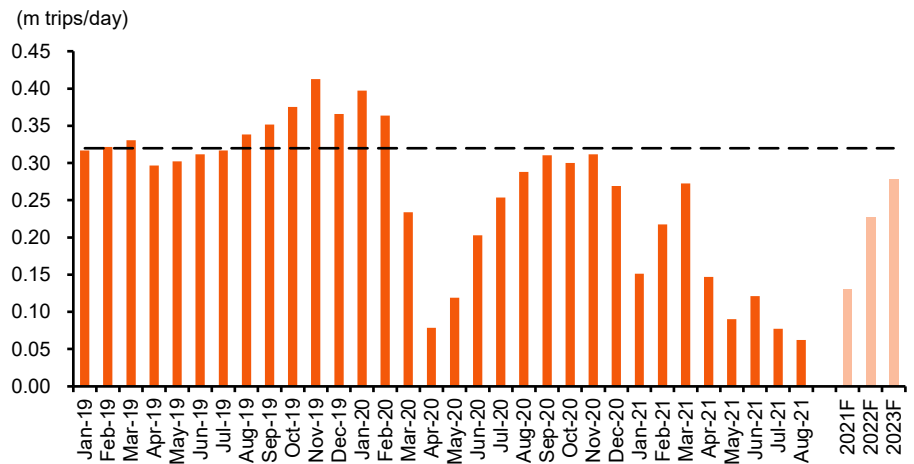


Source: Company data

Ex 5: BEM's Traffic Volume



Sources: Company data, Thanachart estimates

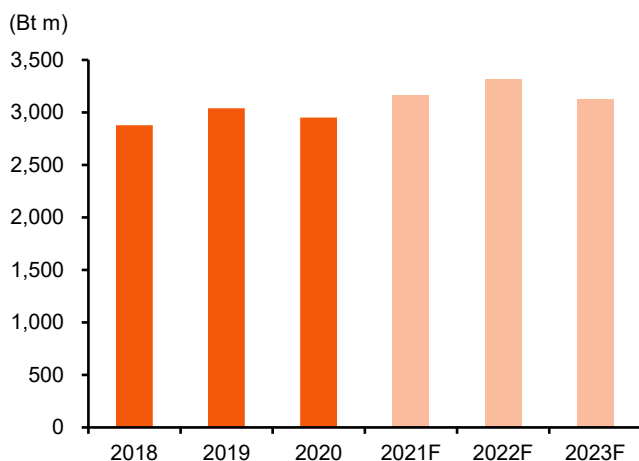
Ex 6: BEM's Ridership

Sources: Company data, Thanachart estimates

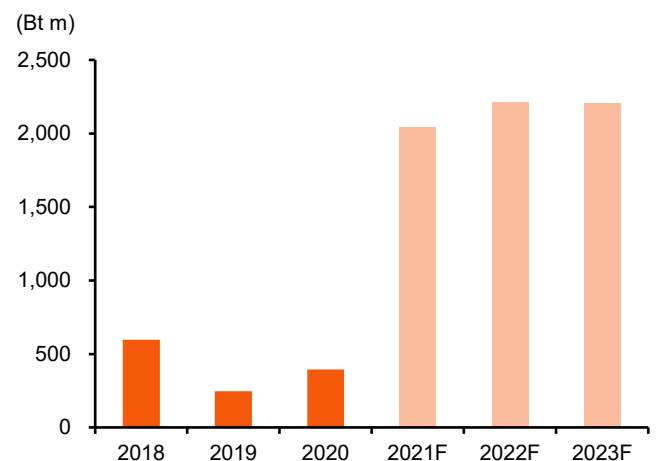
Ex 7: Key Assumptions

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Expressway's traffic volume (thousand cars/day)	1,237.4	1,049.2	871.0	1,085.4	1,238.2
Mass transit's ridership (thousand trips/day)	336.8	260.5	131.0	227.3	278.4
Gross margin (%)	36.0	37.5	27.2	36.7	39.4
Depreciation & amortization expenses (Bt m)	4,026.5	1,858.0	1,929.0	2,086.3	2,246.2

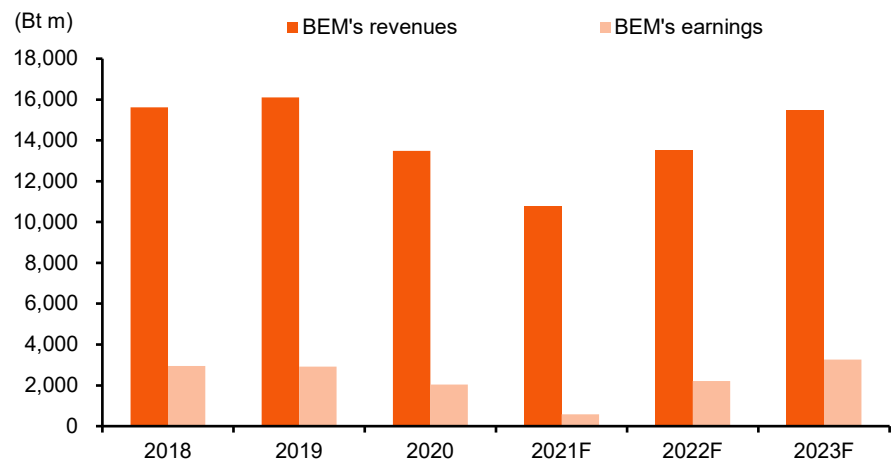
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: TTW's Earnings

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: CKP's Earnings

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: BEM's Revenue And Earnings

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: Our SOTP-derived DCF-based Valuation Of BEM

Sum-of-the-parts	% holding	(Bt m)
Enterprise value		200,308
Investment equity value		20,040
TTW	18.47%	10,317
CKP	17.59%	9,723
Total enterprise value		220,349
(Less) Net debt (as at end-2021F)		(65,947)
(Less) Minority interest		(45)
Total equity value		154,357
# of shares (fully diluted) (m shares)		15,285
Sum-of-the-parts		10

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 12: 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 (%)
Guangshen Railway	601333 CH	China	78.0	na	na	31.8	0.6	0.6	9.3	6.1	0.2	1.8
Central Japan Railway	9022 JP	Japan	na	na	282.4	12.3	0.9	0.8	17.9	8.0	0.8	0.8
Keisei Electric Railway	9009 JP	Japan	na	345.7	89.3	20.1	1.5	1.4	28.3	18.9	0.5	0.5
MTR Corp Ltd	66 HK	Hong Kong	112.5	63.5	29.2	17.8	1.5	1.5	26.1	13.7	2.8	2.9
Jungfraubahn Holding	JFN SW	Switzerland	na	na	na	25.1	1.4	1.3	21.9	11.3	0.3	1.4
Jiangsu Expressway	177 HK	China	72.3	8.3	8.0	7.4	1.1	1.1	9.7	8.7	7.1	7.3
Shenzhen Expressway	548 HK	China	na	13.4	5.8	5.1	0.6	0.5	7.4	7.0	8.6	9.7
Zhejiang Expressway	576 HK	China	146.6	8.6	5.7	5.2	0.9	0.8	4.5	4.3	6.8	7.2
Anhui Expressway	995 HK	China	55.2	5.8	4.9	4.7	0.6	0.5	na	3.2	6.1	6.4
Jasa Marga Persero	JSMR IJ	Indonesia	102.1	61.5	28.2	17.5	1.3	1.2	12.2	10.2	0.4	0.8
Bangkok Express & Metro	BEM TB*	Thailand	(71.3)	276.7	227.4	60.4	3.5	3.4	54.1	33.7	0.1	0.4
BTS Group Holdings	BTS TB*	Thailand	(7.7)	(17.7)	52.9	64.3	2.1	2.1	64.6	81.1	1.1	0.9
Average			61.0	85.1	73.4	22.6	1.3	1.3	23.3	17.2	2.9	3.3

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates , using Thanachart normalized EPS

** BTS's FY21 financial year ends in March 2021. Its first forecast year is FY22F.

Based on 13-Sep-21 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ (BEM) เป็นบริษัทที่ควบรวมระหว่าง บมจ. ทางด่วนกรุงเทพ (BECL TB) และบมจ. รถไฟฟ้ากรุงเทพ (BMCL TB) ดำเนินการบริหารโครงการทางด่วนและรถไฟฟ้าในประเทศไทย ภายใต้สัญญาสัมปทานแบบ Build-Transfer-operate จากการทางพิเศษแห่งประเทศไทยและการรถไฟแห่งประเทศไทย

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ทางด่วน และรถไฟฟ้าใต้ดินของ BEM มีเส้นทางผ่านใจกลางกรุงเทพฯ และมีจำนวนผู้ใช้บริการที่ดี
- สร้างกระแสเงินสดได้อย่างสม่ำเสมอและยั่งยืน

O — Opportunity

- การขยายเครือข่ายเส้นทางของ BEM น่าจะช่วยให้ผู้โดยสารและผู้ขับขี่รถยนต์เข้ามาใช้บริการระบบขนส่งที่มีอยู่
- การลงทุนในโครงการโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาลจะสร้างโอกาสในการเติบโตสำหรับ BEM
- มีผู้ประกอบการเพียง 2 รายที่ดำเนินโครงการระบบขนส่งมวลชนในประเทศไทยในปัจจุบัน

CONSENSUS COMPARISON

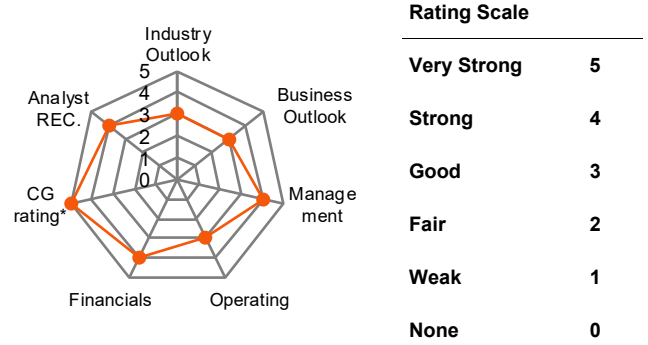
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	9.64	10.00	4%
Norm profit 21F (Bt m)	1,221	588	-52%
Norm profit 22F (Bt m)	3,306	2,216	-33%
Consensus REC	BUY: 16	HOLD: 3	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2021-22F ของเรต่ำกว่าของโบรกเกอร์ เนื่องจากเราให้สมมติฐานยอดการใช้ทางด่วนและผู้โดยสารของ BEM อย่างระมัดระวังขึ้น
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาดเล็กน้อย เนื่องจากเรามองบวกต่อแนวโน้มกำไรและมูลค่าในระยะยาวของบริษัทฯ

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ตลาดรายได้ของ BEM จำกัดเฉพาะแต่ในกรุงเทพฯ
- ธุรกิจอยู่ภายใต้สัมปทาน ทำให้มีความเสี่ยงในการต่อเนื่องของธุรกิจ
- การเพิ่มขึ้นของรายได้และจำนวนต้นทุนคงที่ น่าจะจำกัดประโยชน์จาก operating leverage ของธุรกิจเดินรถไฟฟ้า

T — Threat

- การเข้ามาแทรกแซงการปรับค่าผ่านทางและอัตราค่าโดยสารของภาครัฐในอดีต แม้จะเป็นสัญญาสัมปทานก็ตาม
- ความล่าช้าในการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาล

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- วิกฤตโควิด-19 ที่ระบาดอยู่อาจทำให้ยอดการใช้ทางด่วน และจำนวนผู้โดยสารตกอยู่ภายใต้แรงกดดัน ทำให้เกิดความเสี่ยงด้านลบต่อการคาดการณ์กำไรของเรา
- การแทรกแซงของรัฐบาลในการปรับขึ้นอัตราค่าผ่านทางและค่าโดยสารอาจทำให้เกิดความเสี่ยงด้านลบต่อการประมาณการกำไรของเราได้

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	16,107	13,489	10,772	13,529	15,467
Cost of sales	10,310	8,427	7,840	8,570	9,379
Gross profit	5,797	5,063	2,933	4,959	6,088
% gross margin	36.0%	37.5%	27.2%	36.7%	39.4%
Selling & administration expenses	1,336	1,347	1,185	1,285	1,315
Operating profit	4,460	3,716	1,748	3,674	4,773
% operating margin	27.7%	27.5%	16.2%	27.2%	30.9%
Depreciation & amortization	4,026	1,858	1,943	2,109	2,272
EBITDA	8,487	5,574	3,691	5,784	7,045
% EBITDA margin	52.7%	41.3%	34.3%	42.7%	45.5%
Non-operating income	707	830	963	946	1,021
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,723)	(2,113)	(1,972)	(1,846)	(1,706)
Pre-tax profit	3,444	2,433	739	2,774	4,088
Income tax	680	382	148	555	818
After-tax profit	2,764	2,051	591	2,219	3,270
% net margin	17.2%	15.2%	5.5%	16.4%	21.1%
Shares in affiliates' Earnings	173	0	0	0	0
Minority interests	(17)	(4)	(3)	(4)	(4)
Extraordinary items	2,515	4	0	0	0
NET PROFIT	5,435	2,051	588	2,216	3,266
Normalized profit	2,920	2,048	588	2,216	3,266
EPS (Bt)	0.4	0.1	0.0	0.1	0.2
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.1	0.0	0.1	0.2

We expect a strong earnings turnaround in 2022F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	4,448	5,044	4,625	5,245	5,681
Cash & cash equivalent	1,861	2,375	2,200	2,200	2,200
Account receivables	482	549	325	408	466
Inventories	0	0	0	0	0
Others	2,104	2,120	2,100	2,637	3,015
Investments & loans	17,217	15,961	15,961	15,961	15,961
Net fixed assets	74,592	76,385	75,756	74,970	74,024
Other assets	15,440	16,226	15,011	13,538	12,063
Total assets	111,697	113,616	111,353	109,715	107,729
LIABILITIES:					
Current liabilities:	11,429	13,734	13,508	13,000	12,307
Account payables	1,938	1,745	1,503	1,643	1,799
Bank overdraft & ST loans	3,250	3,000	3,407	3,177	2,908
Current LT debt	5,666	8,360	8,168	7,616	6,971
Others current liabilities	574	629	429	563	629
Total LT debt	57,529	57,902	56,571	52,747	48,283
Others LT liabilities	3,916	3,947	3,487	4,312	4,898
Total liabilities	72,874	75,582	73,566	70,059	65,488
Minority interest	42	42	45	49	53
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	15,285	15,285	15,285	15,285	15,285
Share premium	5,817	5,817	5,817	5,817	5,817
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	1,248	(147)	(147)	(147)	(147)
Retained earnings	16,431	17,037	16,787	18,652	21,233
Shareholders' equity	38,781	37,991	37,742	39,607	42,188
Liabilities & equity	111,697	113,616	111,353	109,715	107,729

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

*Depreciation expenses
fell sharply in 2020...*

*...because of its
concession value being
fully depreciated*

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	3,444	2,433	739	2,774	4,088
Tax paid	(724)	(366)	(164)	(543)	(815)
Depreciation & amortization	4,026	1,858	1,943	2,109	2,272
Chg In working capital	287	(261)	(17)	57	97
Chg In other CA & CL / minorities	(27)	19	(164)	(414)	(314)
Cash flow from operations	7,007	3,683	2,337	3,983	5,327
Capex	(7,655)	(3,651)	(1,300)	(1,300)	(1,300)
Right of use	0	(87)	(300)	(50)	(50)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(4,039)	1,256	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	4,417	(665)	1,041	2,325	2,085
Cash flow from investments	(7,278)	(3,146)	(559)	975	735
Debt financing	2,477	2,817	(1,115)	(4,607)	(5,377)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(2,293)	(1,376)	(838)	(350)	(685)
Warrants & other surplus	140	(1,465)	0	0	0
Cash flow from financing	324	(24)	(1,953)	(4,957)	(6,062)
Free cash flow	(648)	32	1,037	2,683	4,027

VALUATION

*Valuation looks attractive to
us at PEs of 60x in 2022F
and 41x in 2023F...*

*...vs. 46x five-year pre-
COVID average*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	45.8	65.3	227.4	60.4	40.9
Normalized PE - at target price (x)	52.3	74.6	259.9	69.0	46.8
PE (x)	24.6	65.2	227.4	60.4	40.9
PE - at target price (x)	28.1	74.5	259.9	69.0	46.8
EV/EBITDA (x)	23.4	36.0	54.1	33.7	26.9
EV/EBITDA - at target price (x)	25.6	39.4	59.3	37.0	29.6
P/BV (x)	3.4	3.5	3.5	3.4	3.2
P/BV - at target price (x)	3.9	4.0	4.0	3.9	3.6
P/CFO (x)	19.1	36.3	57.2	33.6	25.1
Price/sales (x)	8.3	9.9	12.4	9.9	8.6
Dividend yield (%)	1.0	1.1	0.1	0.4	0.6
FCF Yield (%)	(0.5)	0.0	0.8	2.0	3.0
(Bt)					
Normalized EPS	0.2	0.1	0.0	0.1	0.2
EPS	0.4	0.1	0.0	0.1	0.2
DPS	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1
BV/share	2.5	2.5	2.5	2.6	2.8
CFO/share	0.5	0.2	0.2	0.3	0.3
FCF/share	(0.0)	0.0	0.1	0.2	0.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	3.2	(16.3)	(20.1)	25.6	14.3
Net profit (%)	2.2	(62.3)	(71.3)	276.7	47.4
EPS (%)	2.2	(62.3)	(71.3)	276.7	47.4
Normalized profit (%)	(0.9)	(29.9)	(71.3)	276.7	47.4
Normalized EPS (%)	(0.9)	(29.9)	(71.3)	276.7	47.4
Dividend payout ratio (%)	25.3	74.5	25.0	25.0	25.0
Operating performance					
Gross margin (%)	36.0	37.5	27.2	36.7	39.4
Operating margin (%)	27.7	27.5	16.2	27.2	30.9
EBITDA margin (%)	52.7	41.3	34.3	42.7	45.5
Net margin (%)	17.2	15.2	5.5	16.4	21.1
D/E (incl. minor) (x)	1.7	1.8	1.8	1.6	1.4
Net D/E (incl. minor) (x)	1.7	1.8	1.7	1.5	1.3
Interest coverage - EBIT (x)	2.6	1.8	0.9	2.0	2.8
Interest coverage - EBITDA (x)	4.9	2.6	1.9	3.1	4.1
ROA - using norm profit (%)	2.7	1.8	0.5	2.0	3.0
ROE - using norm profit (%)	7.9	5.3	1.6	5.7	8.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	7.4	5.3	1.6	5.7	8.0
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	32.1	33.7	25.2	34.1	37.5
- leverage (x)	2.9	2.9	3.0	2.9	2.7
- interest burden (%)	66.7	53.5	27.3	60.0	70.6
- tax burden (%)	80.3	84.3	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
ROIC (%)	3.7	3.0	1.3	2.8	3.8
NOPAT (Bt m)	3,580	3,133	1,398	2,939	3,818
invested capital (Bt m)	103,364	104,879	103,689	100,947	98,151

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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 101 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ADVA16C2110A, AMAT16C2112A, AOT16C2109A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BCH16C2109A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, BH16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CBG16C2201A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2109A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2112A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GULF16C2112A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMART16C2111A, JMT16C2110A, JMT16C2112A, KBAN16C2109A, KBAN16C2111A, KBAN16C2112A, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, MEGA16C2112A, MINT16C2109A, MINT16C2112A, MTC16C2109A, MTC16C2112A, OR16C2109A, OR16C2112A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTT16C2109A, PTT16C2112A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RS16C2109A, RS16C2112A, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016C2109C, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016P2109A, S5016P2109B, S5016P2112A, S5016P2112B, SAWA16C2112A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCC16C2112A, SCGP16C2109A, STA16C2112A, STEC16C2110A, STGT16C2111A, TASC16C2109A, TOP16C2112A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRI, 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, TASC, TOP, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัท ทุนธนชาติ 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)

บริษัท ทุนธนชาติ 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 ทุนธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอัคริณี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทย่อยไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท 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 นิजारุน, 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, บ้านเท่ง 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