

BUY (Unchanged)
Change in Numbers

TP: Bt 14.00 (From: Bt 15.00)
Upside : 13.8%

26 OCTOBER 2021

BEC World Pcl (BEC TB)

คาดการณ์ 3Q21F อ่อนแอ

ด้วยโควิด ระลอก 3 ทำให้เม็ดเงินโฆษณาตกลง และการขายคอนเทนต์ในต่างประเทศล่าช้า เราจึงคาดว่ากำไรของ BEC จะลดลง 20% q-q และทรงใน 4Q21F แต่เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" สำหรับผลการดำเนินงานที่คาดว่าจะฟื้นตัวที่ 44/33% ในปี 2022-23F



RATA LIMSUTHIWANPOOM

662 – 483 8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

น่าจะอ่อนแอใน 3Q21F และ 4Q21F

เราคาดว่ากำไร 3Q21F ของ BEC อยู่ที่ 151 ลบ. แม้ว่าจะเพิ่มขึ้น 151% y-y จากฐานที่ต่ำในปีที่แล้ว แต่เรากลัวว่าอ่อนแอเนื่องจากลดลง 20% q-q เราคาดว่ากำไร 4Q21F จะทรงตัวเติบโตที่ 5% q-q แต่ลดลง 52% y-y โดยปัจจัยกดดันหลักมาจากรายได้ค่าโฆษณาที่อ่อนแอท่ามกลางวิกฤตโควิด และการส่งออกคอนเทนต์หรือการขายคอนเทนต์ไปตลาดต่างประเทศ (GLC) ที่อ่อนแอกว่าคาด เราคาดว่ารายได้ค่าโฆษณา (84% ของรายได้) จะลดลง 14% q-q และ 8% y-y เป็น 1 พันลบ. ใน 3Q21F และยังคงทรงตัวใน 4Q21F การล็อกดาวน์ผ่อนคลายลงตั้งแต่เดือนก.ย. แต่ช่องทีวีหลักส่วนใหญ่ยังคงฉายคอนเทนต์ซ้ำ (re-run) ในเดือนต.ค. ซึ่งบ่งชี้ว่าเม็ดเงินโฆษณายังคงมีแนวโน้มอ่อนแอ BEC มีแผนที่จะยังคง re-run รายการใน 4Q21 (ละครช่วงไพรม์ไทม์ 3 วัน/สัปดาห์)

มี Downside ต่อยอดขายคอนเทนต์

เราคาดว่ารายได้ GLC จะออกมาล่าช้ากว่าที่คาด ก่อนหน้านี้เราคาดว่ารายได้ GLC จะอยู่ที่ 500 ลบ. ในปี 2021F เทียบกับ 409 ลบ. ในปี 2020 แต่เราต้องปรับลดลงเป็น 235 ลบ. ในปีนี้ เพราะโครงการนำเข้าของจีนสำหรับไทยที่ลดลงจากการจัดสรรให้เกาหลีใต้เพิ่มขึ้น ซึ่งทำให้เรามีความกังวลในเรื่องการแข่งขันมากขึ้น เพราะซีรีส์เกาหลีมีชื่อเสียงที่ดี และเราได้ปรับลดยอดขายคอนเทนต์ลง 17/14/14% ในปี 2021-23F เนื่องจากการปรับลดรายได้ GLC ลงของเรา เนื่องจาก GLC มักจะถูกบันทึกในไตรมาสสุดท้ายของปี จึงเป็นเหตุผลสำคัญที่ทำให้เราคาดว่ากำไร 4Q21 จะทรงตัว

ยังคงมีเรื่องราวการฟื้นตัวในปี 2022-23F

แม้ 2H21F จะน่าผิดหวัง แต่เรายังคงมองว่า BEC มีเรื่องราวการฟื้นตัว เราคาดว่ากำไรของบริษัท จะพลิกจากขาดทุน 3 ปี เป็นมีกำไร 640 ลบ. ในปี 2021F และคาดว่าจะเติบโตอีก 44/33% ในปี 2022-23F เนื่องจาก 1) เราคาดว่ารายได้ค่าโฆษณา (83% ของรายได้ปี 2022F) จะฟื้นตัวตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในปีหน้า เราคาดว่าอัตราการใช้เวลาโฆษณาอยู่ที่ 70-75% ในปี 2022-23F (จาก 63% ในปี 2021F) และอัตราค่าโฆษณาที่สูงขึ้นที่ 85,000-86,000 บาท/นาทีก (จาก 81,000 บาท) จากส่วนลดที่ลดลง 2) การขายคอนเทนต์ไปยังแพลตฟอร์มดิจิทัล (12% ของรายได้) จะยังคงเติบโตที่ 20% ต่อปี ในปี 2022-23F หลังจากเติบโต 34/40% ในปี 2019-20F เนื่องจากจำนวนผู้ชมอินเทอร์เน็ตที่เพิ่มขึ้น และจำนวนแพลตฟอร์มที่มากขึ้น และ 3) เราคาดว่ารายได้ GLC (4% ของรายได้) จะอยู่ที่ 317/381 ลบ. ในปี 2022-23F (จาก 235 ลบ. ในปี 2021F) จากการฟื้นตัวของยอดขายคอนเทนต์ไปยังประเทศอาเซียน ญี่ปุ่น และจีน

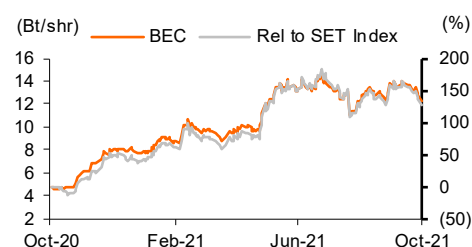
คงคำแนะนำ "ซื้อ"

เราปรับลดประมาณการกำไรลง 19/9/10% ในปี 2021-23F และปรับราคาเป้าหมายปี 2022F ลงเหลือ 14 บาท จาก 15 บาท การปรับลดในปีนี้เป็นมาจากทั้งรายได้โฆษณาและยอดขาย GLC ที่ลดลง ขณะที่ในปีต่อไป ส่วนใหญ่จะเป็นเพราะยอดขาย GLC ที่ลดลง อย่างไรก็ตาม เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" เนื่องจากเรายังคงคาดว่าธุรกิจของบริษัท จะพลิกฟื้นตามเศรษฐกิจในช่วง 2 ปีข้างหน้า และผลของ operating leverage ด้วย PE ที่คาดว่าจะลดลงจาก 27 เท่า ในปี 2022F เป็น 20 เท่า ในปีปกติในปี 2023F เราจึงถือว่า BEC ไม่แพงในฐานะเป็นช่องทางทีวีที่มีเรตติ้งสูงเป็นอันดับต้นๆ

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	5,861	5,364	6,259	6,896
Net profit	(214)	640	920	1,220
Consensus NP	—	707	958	1,277
Diff frm cons (%)	—	(9.5)	(3.9)	(4.4)
Norm profit	(146)	640	920	1,220
Prev. Norm profit	—	789	1,013	1,353
Chg frm prev (%)	—	(18.9)	(9.2)	(9.8)
Norm EPS (Bt)	(0.1)	0.3	0.5	0.6
Norm EPS grw (%)	na	na	43.8	32.6
Norm PE (x)	na	38.4	26.7	20.2
EV/EBITDA (x)	12.2	8.3	7.5	6.8
P/BV (x)	4.5	4.3	4.1	3.9
Div yield (%)	0.0	2.3	3.4	4.5
ROE (%)	na	11.5	15.7	20.0
Net D/E (%)	7.4	(0.1)	2.1	5.1

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

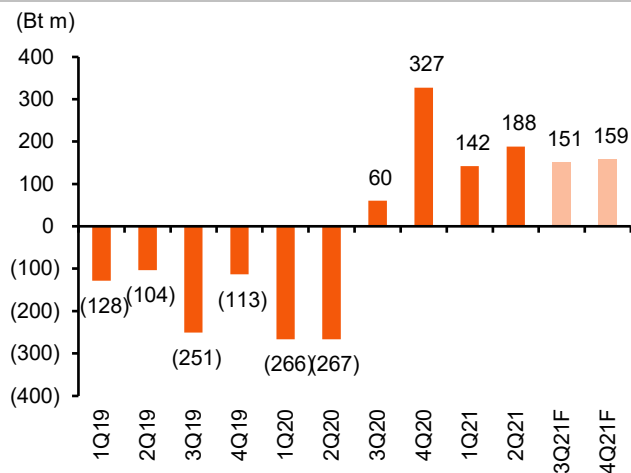
Price as of 26-Oct-21 (Bt)	12.30
Market Cap (US\$ m)	742.8
Listed Shares (m shares)	2,000.00
Free Float (%)	49.34
Avg Daily Turnover (US\$ m)	7.76
12M Price H/L (Bt)	14.60/4.62
Sector	MEDIA
Major Shareholder	Maleenont Family 45.5%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

**กรุณาดาวน์โหลดรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ**

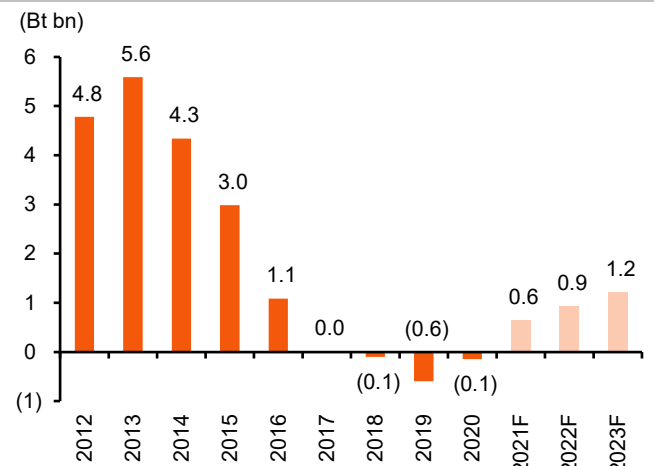
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Likely weak 3Q21F and 4Q21F



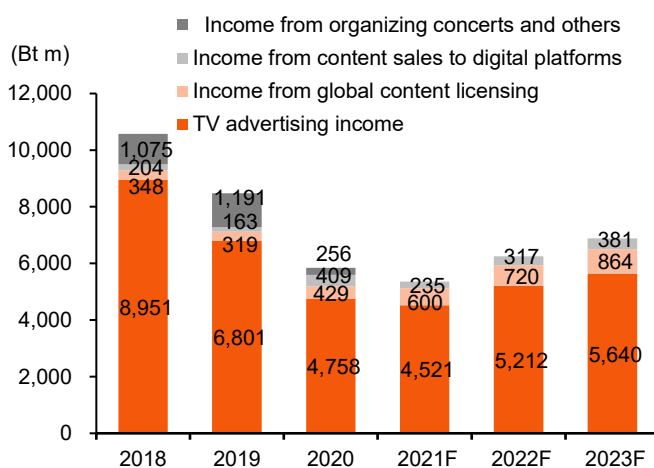
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: 2022-23F Earnings Turnaround Of 44/33%



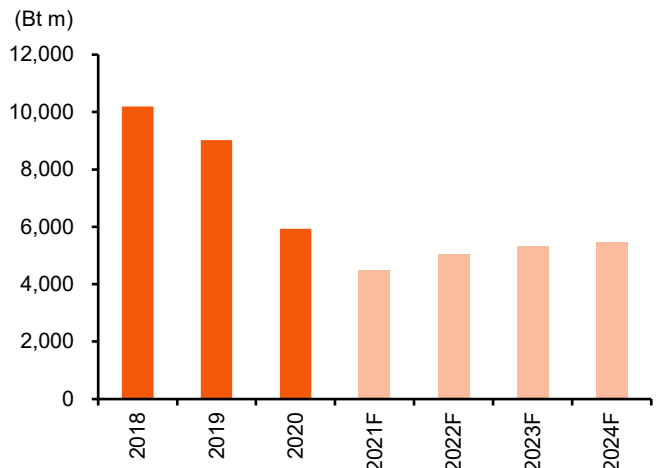
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Revenue Breakdown



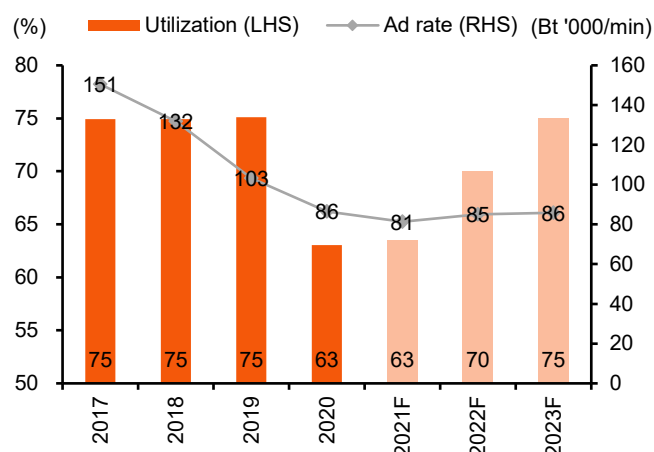
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: New, Lower Cost Base



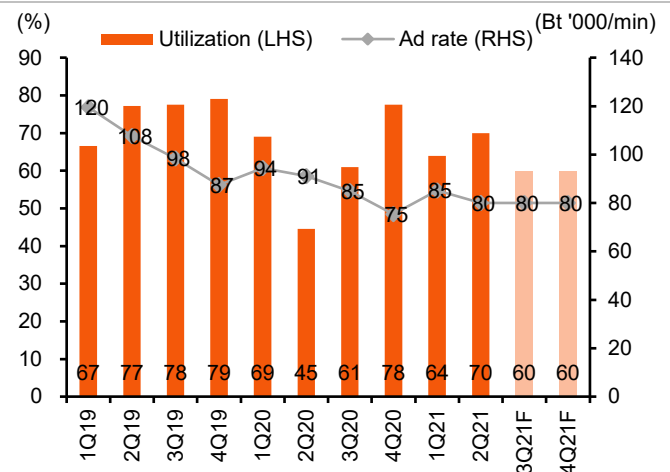
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Utilization And Ad Rate Forecasts



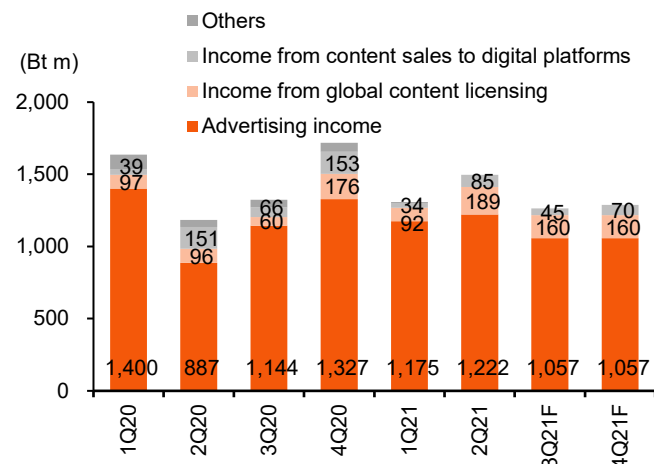
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Quarterly Utilization And Ad Rate



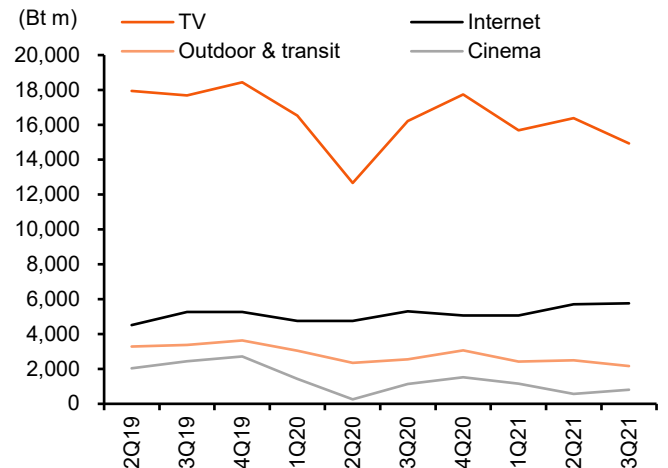
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Quarterly Revenue Breakdown



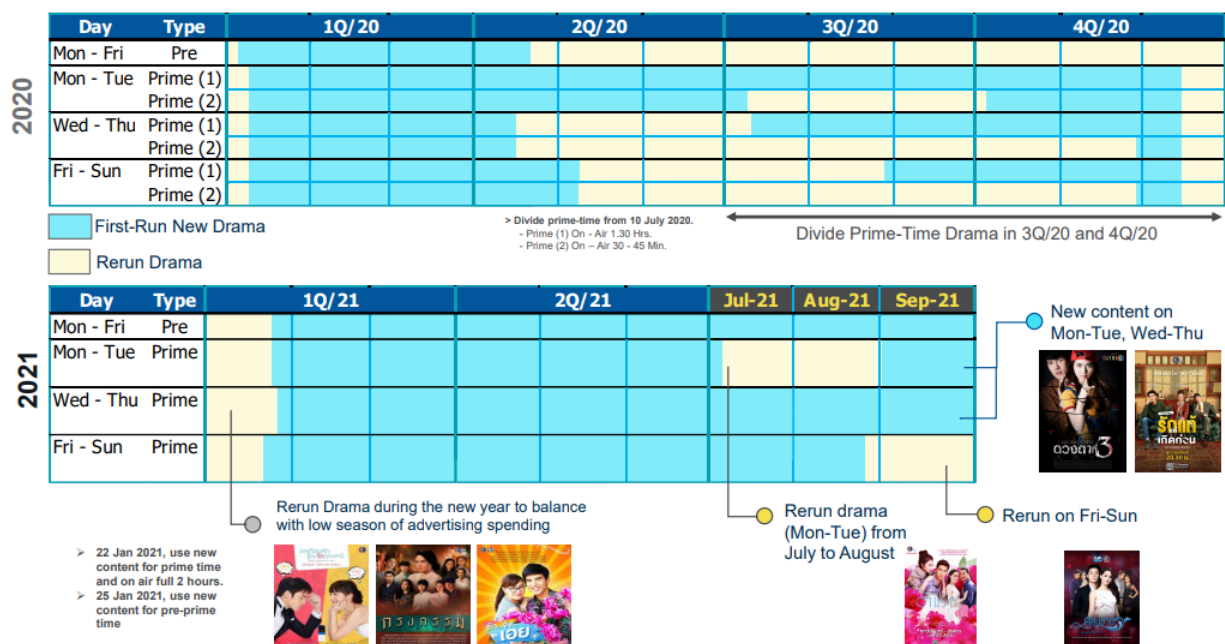
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Industry Advertising Expenditure

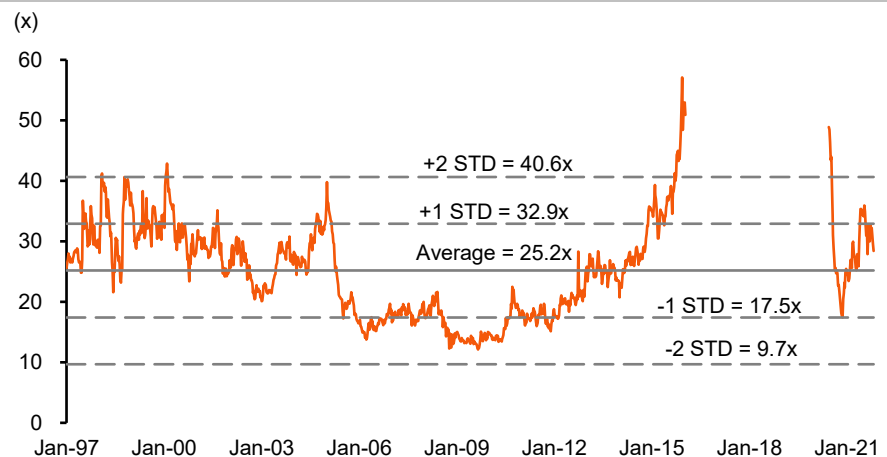


Source: Nielsen Thailand

Ex 9: BEC Increased Re-run q-q In 3Q21 To Match Weak Advertising Spending And Continue In 4Q21F



Source: Company data

Ex 10: 2023F PE, Full Turnaround Year, Already De-rated From Pre-liberalization Period

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 11: Key Earnings Revisions (Con't)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Revenue (Bt m)					
New	8,310	5,861	5,364	6,259	6,896
Old			5,674	6,462	7,131
Change (%)			(5.5)	(3.1)	(3.3)
Content sales (Bt m)					
New					
Global content licensing	163	409	235	317	381
Content sales via digital platforms	319	429	600	720	864
Total content sales	482	838	835	1,037	1,245
Old					
Global content licensing	163	409	500	600	720
Content sales via digital platforms	319	429	500	600	720
Total content sales	482	838	1,000	1,200	1,440
Change (%)			(16.5)	(13.6)	(13.6)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: Key Earnings Revisions

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
TV - Utilization (%)					
New	75.1	63.4	63.5	70.0	75.0
Old			66.0	70.0	75.0
Change (pp)			(2.5)	0.0	0.0
TV - Ad rate (Bt/minute)					
New	103,225	86,450	81,300	85,000	85,850
Old			80,000	85,000	85,850
Change (%)			1.6	0.0	0.0
Gross profit margin (%)					
New	9.3	21.8	29.4	32.1	35.4
Old			32.0	33.7	37.6
Change (%)			(2.5)	(1.6)	(2.2)
Normalized profit (Bt m)					
New	(596)	(146)	640	920	1,220
Old			789	1,013	1,353
Change (%)			(18.9)	(9.2)	(9.8)

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	3,301	3,678	3,734	3,803	3,823	3,845	3,868	3,894	3,922	3,953	3,985	—
Free cash flow	2,820	3,144	3,236	3,295	3,267	3,285	3,204	3,125	3,049	2,976	2,934	30,401
PV of free cash flow	2,812	2,558	2,374	2,180	1,907	1,722	1,508	1,321	1,157	1,014	856	8,870
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.3											
WACC (%)	10.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	28,278											
Net debt (2021F)	(4)											
Minority interest	0											
Equity value	28,282											
# of shares (m)	2,000											
Target price/share (Bt)	14.0											

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 (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Entertainment Ne	ENIL IN	India	na	na	na	25.8	1.1	1.1	12.4	6.4	0.7	1.2
Sun TV Network	SUNTV IN	India	5.7	9.8	13.9	12.7	2.9	2.7	8.2	7.3	4.0	4.5
Zee Entertainment	Z IN	India	63.1	23.2	23.3	18.9	2.8	2.5	14.7	12.4	1.1	1.4
Surya Citra Media	SCMA IJ	Indonesia	13.4	13.8	24.0	21.1	6.8	5.6	18.2	16.2	2.5	2.1
Media Nusantara	MNCN IJ	Indonesia	22.6	13.0	5.3	4.7	0.8	0.7	4.1	3.8	3.4	5.7
Beijing Gehua	600037 CH	China	44.1	58.8	45.0	28.1	0.8	0.8	4.2	3.4	0.8	1.2
Media Prima Bhd	MPR MK	Malaysia	na	33.1	15.0	11.4	1.0	0.9	3.5	3.3	0.0	0.0
BEC World*	BEC TB	Thailand	na	43.8	38.4	26.7	4.3	4.1	8.3	7.5	2.3	3.4
MAJOR Cineplex*	MAJOR TB	Thailand	na	34.1	24.1	18.0	2.7	2.6	13.7	10.8	2.5	4.4
Plan B Media*	PLANB TB	Thailand	na	na	na	55.4	3.9	3.7	10.4	8.5	0.0	0.9
RS Pcl*	RS TB	Thailand	(50.9)	146.1	66.3	27.0	8.0	7.1	25.9	15.2	1.2	3.2
VGI Global Media**	VGI TB	Thailand	144.5	113.3	121.7	57.1	3.2	3.1	94.9	50.9	0.2	0.4
Workpoint Ent**	WORK TB	Thailand	na	na	na	286.6	2.3	2.3	16.5	13.8	0.0	0.2
Average			34.6	48.9	37.7	45.7	3.1	2.9	18.1	12.3	1.4	2.2

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth

** VGI's fiscal year ends in March.

Based on 26-Oct-21 closing price

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

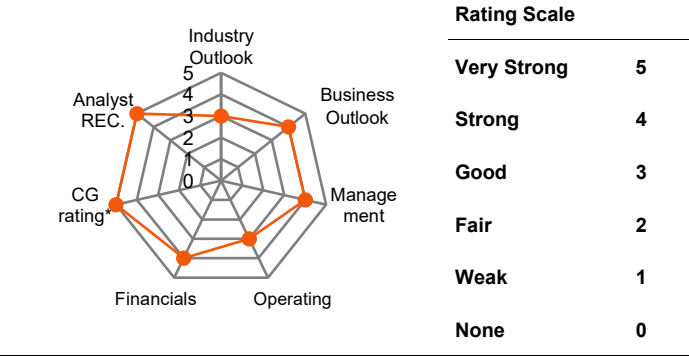
S — Strength

- BEC มีงบดุลที่แข็งแกร่งอย่างมาก
- BEC มีนักแสดงเป็นของตัวเอง
- มีส่วนแบ่งผู้ชมเป็นอันดับสองรองจากช่อง 7.

O — Opportunity

- ด้วยโอกาสในการขยายไปยังแพลตฟอร์มดิจิทัลและออนไลน์ใหม่ BEC จึงน่าจะสามารถมีรายได้เพิ่มเติม

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- มีโอกาสในการลงทุนน้อยและยังห่างไกล ดังนั้นจึงยังไม่แรงลงทุนในขณะนี้

T — Threat

- การเปิดเสรีอุตสาหกรรมจะทำให้มีคู่แข่งมากขึ้นในตลาด และทำให้ความสามารถในการทำกำไรลดลง
- ส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้นของแพลตฟอร์มดิจิทัล ทำให้ผู้โฆษณา มีทางเลือกมากขึ้นและส่งผลกระทบทางลบต่อการปรับขึ้นอัตราค่าโฆษณาของ BEC

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	14.90	14.00	-6%
Net profit 21F (Bt m)	707	640	-9%
Net profit 22F (Bt m)	958	920	-4%
Consensus REC	BUY: 10	HOLD: 0	SELL: 3

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิปี 2021-22F และราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเรามุ่งมองที่ระยะวัฏจักรมากขึ้นต่อยอดขายคอนเทนต์ในต่างประเทศ

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากรายได้จากลิขสิทธิ์และออนไลน์ต่ำกว่าคาด
- หากมีอัตราการใช้เวลาโฆษณาที่ดิ่งขึ้นต่ำกว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากต้นทุนการผลิตรายการของบริษัทฯ สูงกว่าประมาณการปัจจุบัน
- หากการพัฒนาของช่องทางทีวีดิจิทัล และแพลตฟอร์มออนไลน์อื่นเร็วกว่าคาด
- หากเม็ดเงินโฆษณาในประเทศฟื้นตัวช้ากว่าคาด
- หากรายได้ค่าลิขสิทธิ์และออนไลน์น้อยกว่าที่คาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	8,310	5,861	5,364	6,259	6,896
Cost of sales	7,536	4,583	3,785	4,249	4,457
Gross profit	774	1,278	1,579	2,010	2,439
% gross margin	9.3%	21.8%	29.4%	32.1%	35.4%
Selling & administration expenses	1,482	1,344	724	811	865
Operating profit	(708)	(66)	855	1,199	1,573
% operating margin	-8.5%	-1.1%	15.9%	19.2%	22.8%
Depreciation & amortization	3,070	2,110	2,099	2,101	2,104
EBITDA	2,363	2,044	2,955	3,301	3,678
% EBITDA margin	28.4%	34.9%	55.1%	52.7%	53.3%
Non-operating income	97	47	39	45	50
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(127)	(117)	(94)	(94)	(98)
Pre-tax profit	(738)	(135)	800	1,150	1,525
Income tax	(62)	98	160	230	305
After-tax profit	(676)	(233)	640	920	1,220
% net margin	-8.1%	-4.0%	11.9%	14.7%	17.7%
Shares in affiliates' Earnings	28	(2)	0	0	0
Minority interests	52	90	0	0	0
Extraordinary items	199	(68)	0	0	0
NET PROFIT	(397)	(214)	640	920	1,220
Normalized profit	(596)	(146)	640	920	1,220
EPS (Bt)	(0.2)	(0.1)	0.3	0.5	0.6
Normalized EPS (Bt)	(0.3)	(0.1)	0.3	0.5	0.6

We project a 2022-23F earnings turnaround of 44/33%

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	4,695	3,889	4,117	4,215	4,156
Cash & cash equivalent	2,816	2,598	2,930	2,830	2,630
Account receivables	1,459	1,117	1,029	1,200	1,322
Inventories	4	2	2	2	2
Others	416	171	157	183	201
Investments & loans	119	41	41	41	41
Net fixed assets	348	268	194	187	178
Other assets	6,192	5,321	5,532	5,735	6,172
Total assets	11,354	9,519	9,885	10,179	10,547
LIABILITIES:					
Current liabilities:	2,004	818	813	840	951
Account payables	818	474	415	466	488
Bank overdraft & ST loans	330	0	0	0	0
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	855	344	398	375	462
Total LT debt	2,998	2,999	2,926	2,958	2,945
Others LT liabilities	634	293	385	401	415
Total liabilities	5,636	4,110	4,124	4,200	4,311
Minority interest	95	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Share premium	1,167	1,167	1,167	1,167	1,167
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(38)	(73)	(73)	(73)	(73)
Retained earnings	2,494	2,315	2,667	2,885	3,142
Shareholders' equity	5,623	5,409	5,761	5,979	6,236
Liabilities & equity	11,354	9,519	9,885	10,179	10,547

Balance sheet still strong, on our estimates

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	(738)	(135)	800	1,150	1,525
Tax paid	16	(97)	(164)	(227)	(304)
Depreciation & amortization	3,070	2,110	2,111	2,115	2,120
Chg In working capital	(37)	(0)	29	(121)	(99)
Chg In other CA & CL / minorities	(78)	(349)	68	(58)	63
Cash flow from operations	2,234	1,528	2,845	2,860	3,304
Capex	131	(55)	(50)	(120)	(120)
Right of use	0	(95)	(30)	(30)	(30)
ST loans & investments	26	0	0	0	0
LT loans & investments	177	78	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(1,825)	(1,345)	(2,072)	(2,140)	(2,378)
Cash flow from investments	(1,490)	(1,416)	(2,152)	(2,290)	(2,528)
Debt financing	(32)	(330)	(73)	32	(13)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	0	0	(288)	(702)	(963)
Warrants & other surplus	(64)	(0)	0	0	0
Cash flow from financing	(96)	(330)	(361)	(670)	(977)
Free cash flow	2,365	1,473	2,795	2,740	3,184

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	na	na	38.4	26.7	20.2
Normalized PE - at target price (x)	na	na	43.8	30.4	22.9
PE (x)	na	na	38.4	26.7	20.2
PE - at target price (x)	na	na	43.8	30.4	22.9
EV/EBITDA (x)	10.6	12.2	8.3	7.5	6.8
EV/EBITDA - at target price (x)	12.1	13.9	9.5	8.5	7.7
P/BV (x)	4.4	4.5	4.3	4.1	3.9
P/BV - at target price (x)	5.0	5.2	4.9	4.7	4.5
P/CFO (x)	11.0	16.1	8.6	8.6	7.4
Price/sales (x)	3.0	4.2	4.6	3.9	3.6
Dividend yield (%)	0.0	0.0	2.3	3.4	4.5
FCF Yield (%)	9.6	6.0	11.4	11.1	12.9
(Bt)					
Normalized EPS	(0.3)	(0.1)	0.3	0.5	0.6
EPS	(0.2)	(0.1)	0.3	0.5	0.6
DPS	0.0	0.0	0.3	0.4	0.5
BV/share	2.8	2.7	2.9	3.0	3.1
CFO/share	1.1	0.8	1.4	1.4	1.7
FCF/share	1.2	0.7	1.4	1.4	1.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

We estimate higher free-cash flow yields

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(17.9)	(29.5)	(8.5)	16.7	10.2
Net profit (%)	na	na	na	43.8	32.6
EPS (%)	na	na	na	43.8	32.6
Normalized profit (%)	na	na	na	43.8	32.6
Normalized EPS (%)	na	na	na	43.8	32.6
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	90.0	90.0	90.0
Operating performance					
Gross margin (%)	9.3	21.8	29.4	32.1	35.4
Operating margin (%)	(8.5)	(1.1)	15.9	19.2	22.8
EBITDA margin (%)	28.4	34.9	55.1	52.7	53.3
Net margin (%)	(8.1)	(4.0)	11.9	14.7	17.7
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	0.1
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	9.1	12.8	16.1
Interest coverage - EBITDA (x)	18.6	17.5	31.4	35.1	37.6
ROA - using norm profit (%)	na	na	6.6	9.2	11.8
ROE - using norm profit (%)	na	na	11.5	15.7	20.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	11.5	15.7	20.0
- asset turnover (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
- operating margin (%)	na	na	16.7	19.9	23.5
- leverage (x)	2.2	1.9	1.7	1.7	1.7
- interest burden (%)	120.8	724.6	89.5	92.4	94.0
- 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)	11.8	16.7	20.6
NOPAT (Bt m)	(708)	(66)	684	960	1,259
invested capital (Bt m)	6,136	5,810	5,757	6,108	6,551

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 130 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2110A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, AOT16C2202A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BBL16C2201A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCPG16C2111A, BEC16C2202A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DOHO16C2202A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EA16C2201A, EGCO16C2110A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JAS16C2202A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMT16C2110A, JMT16C2201A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2112A, OR16C2112A, OR16C2202A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016P2112C, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016C2203A, S5016P2203A, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2112A, SCGP16C2202A, SCGP16C2201A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TU16C2110A, TU16C2111A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BEC, BGRI, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TESCO, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัทธนชาติ 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)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง 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 มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิวิเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอศวีณี ไตรลัดนะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ 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 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, บันเทิง 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 วิชนันท์ 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 รักษาวัต 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