

BUY (Unchanged)

TP: Bt 13.00 (Unchanged)

7 OCTOBER 2021

Company Update

Upside : 36.1%

BTS Group Holdings Pcl (BTS TB)

ได้ประโยชน์โดยอ้อม

เรามองว่า BTS เป็นผู้ได้ประโยชน์จากการคลายล็อกดาวน์ แม้ว่าเราจะคาดว่ากำไรของบริษัทจะลดลง 5-17% y-y ในปี FY22-24F ซึ่งเป็นผลมาจากกำไรจากการก่อสร้างที่ไม่ใช่เงินสดที่ลดลงจากการที่รถไฟฟ้าสายสีชมพูและสายสีเหลืองแล้วเสร็จ การขยายสัมปทานล่าช้า แต่เรายังคงคาดว่า BTS จะได้รับและเพิ่มมูลค่าหลักในระยะยาว แนะนำ "ซื้อ"



SAKSID PHADTHANANARAK

662 - 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

ได้ประโยชน์จากการคลายล็อกดาวน์ แต่ชอบ BEM มากกว่า

BTS เป็นอีกหุ้นที่ได้ประโยชน์จากการคลายล็อกดาวน์ แต่เราชอบ บมจ. ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ (BEM "ซื้อ") (ดูบทวิเคราะห์ BEM "ได้ประโยชน์จากการคลายล็อกดาวน์" วันที่ 13 ก.ย. 2021) มากกว่า BTS เนื่องจาก 1) BEM ได้ประโยชน์โดยตรงจากการฟื้นตัวของยอดการใช้ทาง และจำนวนผู้โดยสาร ขณะที่ BTS เป็นผู้ได้ประโยชน์ทางอ้อม (ดูย่อหน้าถัดไป) 2) เราคาดว่ากำไรของ BEM จะเติบโต 277% y-y ในปี 2022F และ 47% y-y ในปี 2023F เทียบกับกำไรของ BTS ที่คาดว่าจะลดลง 5-17% ในปี FY23-24F (BTS สิ้นงวดในเดือนมีนาคม) 3) ซื้อขายที่ PE ที่ถูกกว่าที่ 42-61 เท่า ในปี 2022-23F เทียบกับ PE ของ BTS ที่ 64-67 เท่า ในปี FY23-24F และ 4) เรายังมองว่า BEM เป็นผู้ที่อาจชนะประมูลสายสีส้มตะวันตก ซึ่งเราคาดว่าจะเปิดประมูลในปีหน้า

ธุรกิจหลักถูกกดดันโดยธุรกิจก่อสร้าง

BTS เป็นผู้ได้ประโยชน์ทางอ้อมจากการผ่อนคลายล็อกดาวน์ โดย 63% ของรายได้หลักมาจากบริการดำเนินงานและบำรุงรักษา (O&M) ซึ่งรายได้ค่าธรรมเนียมคิดตามระยะทางของการขนส่งมวลชน ขณะที่ฟื้นตัวจากจำนวนผู้โดยสารและค่าโฆษณาหลังผ่อนคลายล็อกดาวน์ผ่านการถือหุ้น 33% ในกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานระบบขนส่งมวลชนทางราง บีทีเอสโกรท (BTSGIF "ซื้อ") และการถือหุ้น 52% ในบมจ. วีจีไอ (VGI "ถือ") แต่การเติบโตของกำไรหลักนี้จะถูกกดดันโดยธุรกิจก่อสร้างที่ไม่ใช่ธุรกิจหลักที่มีกำไรลดลง เนื่องจากการก่อสร้างสายสีชมพูและสีเหลืองที่แล้วเสร็จและคาดว่าสายสีชมพูและสีเหลืองจะมีผลขาดทุนในช่วงสี่ปีแรกของการดำเนินงาน เราจึงคาดว่ากำไรของ BTS จะลดลง 5-17% ในปี FY23-24F

คาดว่าจะได้รับการขยายสัมปทานแม้จะล่าช้า

แม้ว่าการอนุมัติของกรม.จะล่าช้า แต่เรายังคงคาดว่า BTS จะได้รับการขยายสัมปทาน 30 ปีเพื่อดำเนินการบริหารรถไฟฟ้าสายสีเขียว เนื่องจากเราเชื่อว่าเป็นวิธีที่ดีที่สุดสำหรับรัฐบาลที่จะจำกัดงบประมาณเพื่อแลกกับ 1) การลดค่าโดยสารสำหรับเส้นทางที่ยาวที่สุดเป็น 65 บาท แทน 158 บาท 2) หนึ่งบางส่วนที่กรุงเทพมหานคร (กทม.) เป็นหนี้การรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนแห่งประเทศไทย (รฟม.) จากการรับโอนส่วนต่อขยายรถไฟฟ้าสายสีเขียว และ 4) เงินอุดหนุนค่าโดยสารของกทม. สำหรับส่วนต่อขยายสายสีเขียว ซึ่งทำให้ขาดทุนราว 3-4 พันลบ. ต่อปี

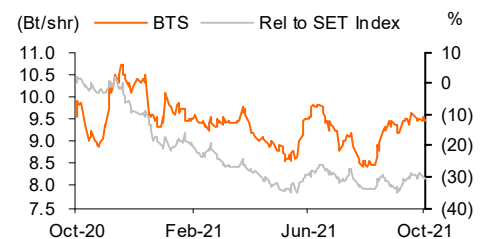
คงคำแนะนำ "ซื้อ"

แต่อย่างไรก็ตาม เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" BTS เนื่องจากกำไรที่ลดลงส่วนใหญ่มาจากรายการที่ไม่ใช่เงินสดหลัก ขณะที่เรายังคงคาดว่า การขยายสัมปทาน 30 ปีจะเพิ่มมูลค่าหลักในระยะยาว จากราคาเป้าหมาย 13 บาท/หุ้นของเรา, 9.8 บาท มาจากธุรกิจเดินรถไฟฟ้า, 2.1 บาท มาจาก VGI และ 0.9 บาท มาจาก BSGR Consortium (ถือหุ้น 40%) และ U City (ถือหุ้น 36%) (U, not rated)

COMPANY VALUATION

Y/E Mar (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	35,128	24,185	11,058	11,832
Net profit	4,576	2,349	1,956	1,863
Norm profit	2,544	2,349	1,956	1,863
Consensus NP	—	3,025	3,467	4,159
Diff frm cons (%)	—	(22.4)	(43.6)	(55.2)
Prev. Norm profit	—	2,349	1,932	1,833
Chg frm prev (%)	—	0.0	1.2	1.7
Norm EPS (Bt)	0.2	0.2	0.1	0.1
Norm EPS grw (%)	(29.6)	(7.7)	(16.7)	(4.8)
Norm PE (x)	49.4	53.5	64.2	67.4
EV/EBITDA (x)	45.7	65.0	76.8	67.6
P/BV (x)	2.1	2.1	2.1	2.1
Div yield (%)	4.8	1.1	0.9	0.9
ROE (%)	4.4	4.0	3.3	3.1
Net D/E (%)	115.6	140.8	151.2	150.9

PRICE PERFORMANCE

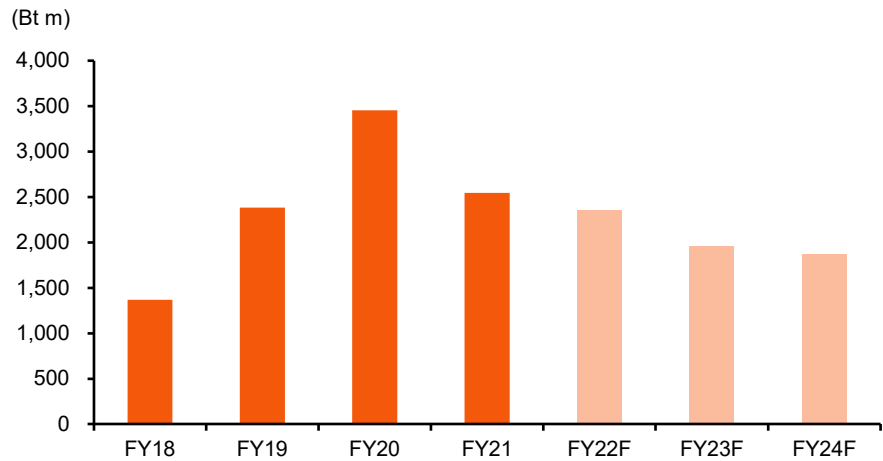


COMPANY INFORMATION

Price as of 7-Oct-21 (Bt)	9.55
Market Cap (US\$ m)	3,720.6
Listed Shares (m shares)	13,163.2
Free Float (%)	59.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	11.5
12M Price H/L (Bt)	10.70/8.40
Sector	Transportation
Major Shareholder	Mr. Keeree Kanjanapas's group
	41%

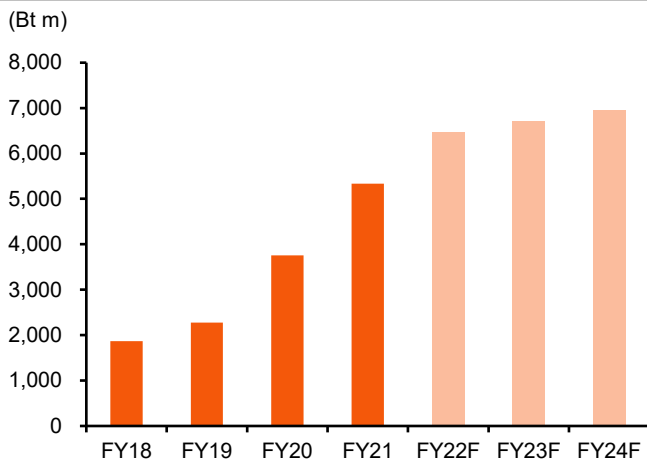
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

Ex 1: Our Estimates For BTS's Norm Earnings Driven By...



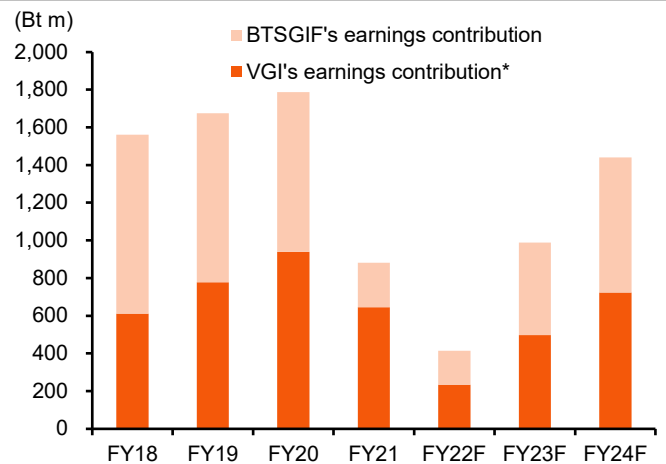
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: ...BTS's O&M Revenue Growth And...



Sources: Company data; Thanachart estimates

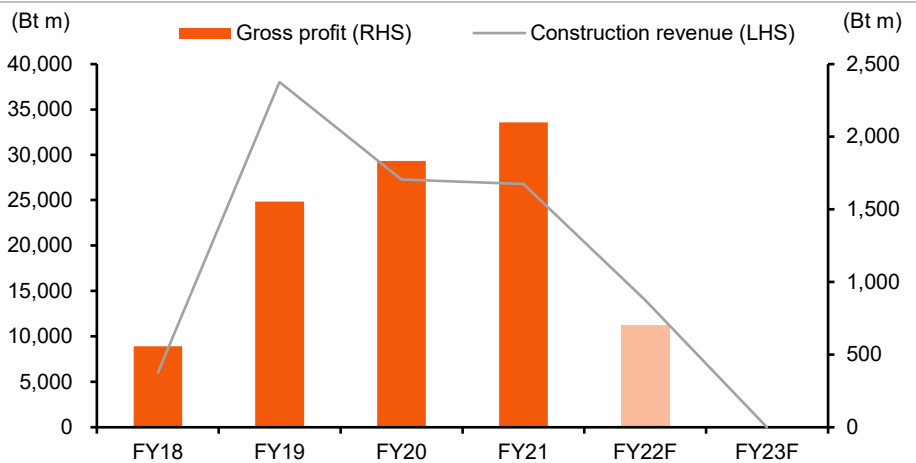
Ex 3: ...BTSGIF & VGI's Earnings Turnaround But...



Sources: Company data; Thanachart estimates

*VGI's earnings contribution to BTS is calculated based on BTS's stake in VGI.

Ex 4:Being Weighed Down By Lower Non-core Construction Earnings



Sources: Company data, Thanachart estimates

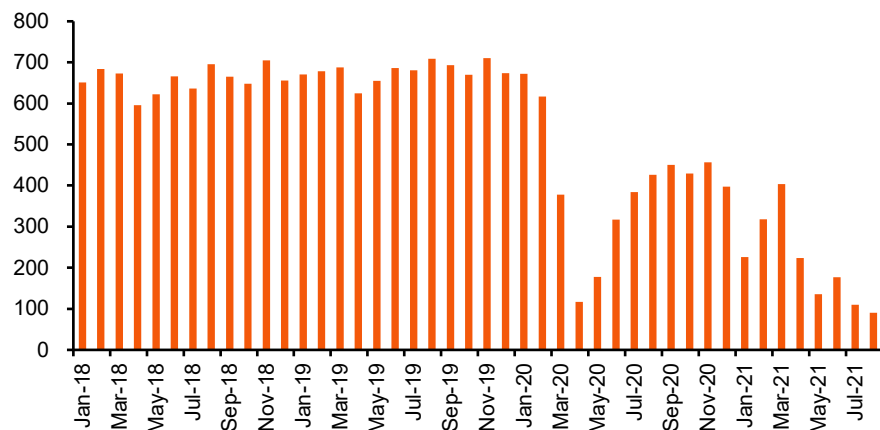
Ex 5: Our Sum-of-the-parts Valuation For BTS

Bt per BA share	% Holding	Our value
O&M services & Pink and Yellow lines	—	5.5
Additional value for the concession extension	—	3.5
VGI	50.9	2.1
BTSGIF	33.3	0.8
BGSR	40.0	0.7
U City	36.2	0.2
MACO	14.6	0.0
Total	—	13.0

Source: Thanachart estimates

Ex 6: Core Green Line's Ridership

(average passengers per day)



Source: Company data

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

(Bt m)	FY22F	FY23F	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F	FY29F	FY30F	FY31F	FY32F	FY33F	Terminal Value (FY36F)
EBITDA excl. depreciation from right of use	3,563	3,135	3,579	4,635	5,713	6,570	7,606	8,733	9,952	8,632	9,241	9,920	—
Free cash flow	(23,016)	(18,499)	3,182	7,020	8,981	9,817	10,730	11,731	12,816	11,256	12,370	8,172	263,725
PV of free cash flow	(22,953)	(16,669)	2,721	5,603	6,775	7,004	7,235	7,477	7,721	6,167	6,380	3,958	106,545
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.0												
WACC (%)	5.4												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	144,565												
Net debt (end FY21)	87,894												
Minority interest	15,876												
Equity value	40,795												
No. of shares	13,155												
Equity value/share	3.1												

Investment:	% holding	(Bt m)
Enterprise value from the core business		144,565
Investment equity value		23,027
MACO	14.6%	552
U City	36.2%	3,050
BTSGIF	33.3%	10,224
BGSR	40.0%	9,200
New farebox concession contract		105,860
Total enterprise value		273,452
(Less) Net debt		87,894
(Less) Minority interest		15,876
Total enterprise value		169,682
# of shares (fully diluted) (m shares)		13,155
Sum-of-the-parts		13.00

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	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
MTR Corp	66 HK	Hong Kong	116.3	60.3	27.9	17.4	1.5	1.4	25.5	13.4	2.9	3.0
Kintetsu Corp	9041 JP	Japan**	na	15.7	31.6	27.3	2.1	1.9	32.9	18.7	0.2	1.0
Odakyu Electric Railway	9007 JP	Japan**	na	154.9	122.0	47.9	2.5	2.4	26.5	19.6	0.4	0.7
Hankyu Hanshin Holdings	9042 JP	Japan**	na	287.7	82.8	21.4	0.9	0.9	20.8	13.8	1.5	1.5
BTS Group Holdings*	BTS TB**	Thailand	(7.7)	(16.7)	53.5	64.2	2.1	2.1	65.0	76.8	1.1	0.9
Average			54.3	100.4	63.6	35.6	1.8	1.7	34.1	28.5	1.2	1.4

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

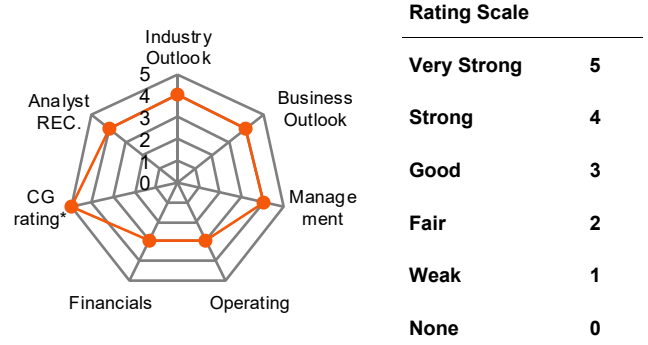
** FY22F year-end March 2022, FY23F year-end March 2023

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน) (BTS) มุ่งเน้นธุรกิจหลักสามธุรกิจ ได้แก่ ขนส่งมวลชน สื่อโฆษณา และอสังหาริมทรัพย์ ผ่านทางบริษัทย่อยของบริษัทฯ คือ บริษัท ระบบขนส่งมวลชนกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) (BTSC), บริษัท วี จี ไอ โกลบอล มีเดีย จำกัด (VGI) และ บริษัท ยู ซิตี้ จำกัด (มหาชน) (U) ดำเนินธุรกิจให้บริการรถไฟฟ้าบีทีเอสในเส้นทางในกรุงเทพฯ บริหารจัดการพื้นที่โฆษณาในเครือข่ายรถไฟฟ้าของ BTS อาคารสำนักงาน และสื่อออกบ้านอื่นๆ และพัฒนาโครงการที่อยู่

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ธุรกิจรถไฟฟ้ามีการแข่งขันต่ำ และให้กระแสเงินสดที่สูง และยั่งยืน
- พื้นที่ให้บริการรถไฟฟ้า BTS ตั้งอยู่ใจกลางกรุงเทพฯ และผู้โดยสารมีแนวโน้มเติบโตสูงขึ้น
- ธุรกิจสื่อโฆษณาบนรถไฟฟ้าและสถานีมีมั่นคงจากการทำสัญญาระยะยาว ด้วยมีอัตราค่าไถ่สูง

O — Opportunity

- เส้นทางรถไฟฟ้าส่วนขยายจะช่วยให้มีผู้โดยสารมาใช้บริการระบบรถไฟฟ้า BTS มากขึ้น
- นอกจากนี้เส้นทางต่อขยายยังส่งผลบวกต่อธุรกิจสื่อโฆษณา เนื่องจากทำให้มีพื้นที่โฆษณามากขึ้น และมีผู้พบเห็นมากขึ้น

W — Weakness

- ระบบขนส่งมวลชนและธุรกิจที่เกี่ยวข้องต้องใช้เงินลงทุนสูง ทำให้ BTS มักระดมเงินทุนผ่านการกู้ยืมและการเพิ่มทุน
- รัฐบาลสามารถเข้าไปแทรกแซงการขึ้นราคาค่าโดยสารของ BTS ได้ หากประชาชนเริ่มมีปัญหาด้านการเงิน

T — Threat

- การระบาดของโรคและแนวโน้มการทำงานที่บ้านอาจส่งผลให้ความต้องการใช้ระบบขนส่งสาธารณะลดลง
- ความชอบของผู้บริโภคในสื่อดิจิทัลอาจทำให้ความต้องการสื่อออกบ้านลดลง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	11.98	13.00	9%
Norm profit 2022F (Bt m)	3,025	2,349	-22%
Norm profit 2023F (Bt m)	3,467	1,956	-44%
Consensus REC	BUY: 14	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไร FY22-23F ของเรต่ำกว่าของตลาด 22-44% เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อสมมติฐานจำนวนผู้โดยสารและเม็ดเงินโฆษณา
- แต่อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด 9% เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อมูลค่าสัญญาสัมปทานใหม่

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความล่าช้าในการขยายเส้นทางรถไฟฟ้าจะเป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อประมาณการของเรา
- แนวโน้มการทำงานที่บ้าน และการชะลอตัวทางเศรษฐกิจ อาจทำให้สมมติฐานการเติบโตของจำนวนผู้โดยสารอยู่ในความเสี่ยง ขณะที่การแทรกแซงของรัฐบาลในการปรับค่าโดยสารอาจส่งผลกระทบต่อสมมติฐานค่าโดยสารของเรา
- การแข่งขันที่รุนแรง โดยเฉพาะจากสื่อดิจิทัล อาจทำให้มีความเสี่ยงต่อสมมติฐานต่อ utilization และอัตราค่าโฆษณาสำหรับธุรกิจสื่อ
- การเปลี่ยนแปลงที่ไม่เอื้อประโยชน์ในเงื่อนไขของสัมปทานและสัญญา O&M อาจทำให้เกิดความเสี่ยงต่อการคาดการณ์กำไรของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Mar (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	35,405	35,128	24,185	11,058	11,832
Cost of sales	29,566	28,674	18,969	6,752	7,594
Gross profit	5,839	6,454	5,215	4,306	4,239
% gross margin	16.5%	18.4%	21.6%	38.9%	35.8%
Selling & administration expenses	2,810	2,597	2,660	2,765	2,840
Operating profit	3,029	3,857	2,555	1,541	1,399
% operating margin	8.6%	11.0%	10.6%	13.9%	11.8%
Depreciation & amortization	971	811	1,008	1,594	2,180
EBITDA	4,000	4,668	3,563	3,135	3,579
% EBITDA margin	11.3%	13.3%	14.7%	28.3%	30.2%
Non-operating income	3,276	3,747	3,873	3,639	3,524
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(2,245)	(2,509)	(2,728)	(3,318)	(3,606)
Pre-tax profit	4,060	5,095	3,700	1,861	1,317
Income tax	903	1,019	740	372	263
After-tax profit	3,158	4,076	2,960	1,489	1,054
% net margin	8.9%	11.6%	12.2%	13.5%	8.9%
Shares in affiliates' Earnings	953	(748)	(72)	714	1,073
Minority interests	(656)	(783)	(539)	(247)	(264)
Extraordinary items	4,706	2,032	0	0	0
NET PROFIT	8,162	4,576	2,349	1,956	1,863
Normalized profit	3,455	2,544	2,349	1,956	1,863
EPS (Bt)	0.6	0.3	0.2	0.1	0.1
Normalized EPS (Bt)	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1

We expect BTS's earnings to fall in FY22-24F but...

... its core mass-transit business remains solid

BALANCE SHEET

FY ending Mar (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	36,815	32,035	29,942	29,248	29,292
Cash & cash equivalent	20,354	24,595	22,878	22,878	22,878
Account receivables	6,650	957	663	303	324
Inventories	602	602	520	185	208
Others	9,210	5,882	5,882	5,882	5,882
Investments & loans	36,411	34,127	34,127	34,127	34,127
Net fixed assets	41,983	55,448	69,440	77,847	80,667
Other assets	57,891	90,451	89,731	88,479	87,999
Total assets	173,100	212,063	223,241	229,701	232,085
LIABILITIES:					
Current liabilities:	32,915	32,260	31,290	29,412	29,828
Account payables	7,848	5,804	3,898	1,387	1,560
Bank overdraft & ST loans	17,211	17,481	20,006	21,436	21,624
Current LT debt	5,288	4,359	4,988	5,345	5,392
Others current liabilities	2,568	4,616	2,397	1,243	1,252
Total LT debt	66,051	90,650	103,746	111,163	112,139
Others LT liabilities	6,889	13,116	13,036	13,046	13,056
Total liabilities	105,855	136,025	148,072	153,620	155,024
Minority interest	12,323	15,876	16,415	16,661	16,925
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	52,617	52,645	52,619	52,619	52,619
Share premium	10,324	10,371	10,371	10,371	10,371
Warrants	1	0	0	0	0
Surplus	(1,592)	4,923	4,923	4,923	4,923
Retained earnings	(6,428)	(7,777)	(9,158)	(8,493)	(7,776)
Shareholders' equity	54,923	60,162	58,754	59,419	60,136
Liabilities & equity	173,100	212,063	223,241	229,701	232,085

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Mar (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	4,060	5,095	3,700	1,861	1,317
Tax paid	(903)	(1,019)	(740)	(372)	(263)
Depreciation & amortization	971	811	1,008	1,594	2,180
Chg In working capital	(5,885)	3,649	(1,530)	(1,816)	129
Chg In other CA & CL / minorities	(5,774)	6,891	(2,291)	(440)	1,082
Cash flow from operations	(7,530)	15,427	147	826	4,444
Capex	(16,373)	(14,277)	(15,000)	(10,000)	(5,000)
Right of use	0	(803)	(10)	(10)	(10)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(3,801)	2,284	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	1,356	(22,993)	651	1,272	500
Cash flow from investments	(18,818)	(35,789)	(14,359)	(8,738)	(4,510)
Debt financing	16,119	23,940	16,251	9,203	1,212
Capital increase	13,684	74	(26)	0	0
Dividends paid	(5,492)	(5,904)	(3,730)	(1,291)	(1,146)
Warrants & other surplus	(174)	6,493	0	0	0
Cash flow from financing	24,135	24,603	12,495	7,912	66
Free cash flow	(23,902)	1,150	(14,853)	(9,174)	(556)

BTS is in an investment cycle to expand its mass-transit network

VALUATION

FY ending Mar	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	34.8	49.4	53.5	64.2	67.4
Normalized PE - at target price (x)	47.3	67.2	72.8	87.4	91.8
PE (x)	14.7	27.5	53.5	64.2	67.4
PE - at target price (x)	20.0	37.4	72.8	87.4	91.8
EV/EBITDA (x)	47.1	45.7	65.0	76.8	67.6
EV/EBITDA - at target price (x)	57.9	55.5	77.7	91.3	80.3
P/BV (x)	2.3	2.1	2.1	2.1	2.1
P/BV - at target price (x)	3.1	2.8	2.9	2.9	2.8
P/CFO (x)	(16.0)	8.1	854.3	152.0	28.3
Price/sales (x)	3.6	3.6	5.2	11.4	10.6
Dividend yield (%)	5.0	4.8	1.1	0.9	0.9
FCF Yield (%)	(19.9)	0.9	(11.8)	(7.3)	(0.4)
(Bt)					
Normalized EPS	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
EPS	0.6	0.3	0.2	0.1	0.1
DPS	0.5	0.5	0.1	0.1	0.1
BV/share	4.2	4.6	4.5	4.5	4.6
CFO/share	(0.6)	1.2	0.0	0.1	0.3
FCF/share	(1.9)	0.1	(1.1)	(0.7)	(0.0)

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Mar	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(20.5)	(0.8)	(31.2)	(54.3)	7.0
Net profit (%)	184.1	(43.9)	(48.7)	(16.7)	(4.8)
EPS (%)	170.8	(46.4)	(48.7)	(16.7)	(4.8)
Normalized profit (%)	45.0	(26.4)	(7.7)	(16.7)	(4.8)
Normalized EPS (%)	38.2	(29.6)	(7.7)	(16.7)	(4.8)
Dividend payout ratio (%)	77.4	132.2	60.0	60.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	16.5	18.4	21.6	38.9	35.8
Operating margin (%)	8.6	11.0	10.6	13.9	11.8
EBITDA margin (%)	11.3	13.3	14.7	28.3	30.2
Net margin (%)	8.9	11.6	12.2	13.5	8.9
D/E (incl. minor) (x)	1.3	1.5	1.7	1.8	1.8
Net D/E (incl. minor) (x)	1.0	1.2	1.4	1.5	1.5
Interest coverage - EBIT (x)	1.3	1.5	0.9	0.5	0.4
Interest coverage - EBITDA (x)	1.8	1.9	1.3	0.9	1.0
ROA - using norm profit (%)	2.2	1.3	1.1	0.9	0.8
ROE - using norm profit (%)	7.4	4.4	4.0	3.3	3.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	6.7	7.1	5.0	2.5	1.8
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.1	0.0	0.1
- operating margin (%)	17.8	21.6	26.6	46.8	41.6
- leverage (x)	3.4	3.3	3.7	3.8	3.9
- interest burden (%)	64.4	67.0	57.6	35.9	26.8
- tax burden (%)	77.8	80.0	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	0.0	0.0	5.4	5.4	5.4
ROIC (%)	2.7	2.5	1.4	0.7	0.6
NOPAT (Bt m)	2,356	3,086	2,044	1,233	1,119
invested capital (Bt m)	123,118	148,056	164,617	174,485	176,414

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 104 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ADVA16C2110A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BBL16C2201A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCPG16C2111A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EA16C2201A, EGCO16C2110A, GLOB16C2201A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GULF16C2112A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, INTU16C2201A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMT16C2110A, JMT16C2201A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2112A, OR16C2112A, PTG16C2201A, PTL16C2201A, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016P2112C, S5016P2112A, S5016P2112B, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCC16C2112A, SCGP16C2201A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TRUE16C2202A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, 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, TASC, TOP, TRUE, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิซซิง 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 ราชธานีลิซซิง 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 ทุนธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ 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 นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลังงาน , บีโตร์เคมี, กระจดาษ

จักร เรื่องสินภิญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุทัศน์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุณนาค

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

ภัทรวัลลีย์ หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คุณเจริญไพศาล

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 จิตกุลล

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 ลิมาวงษ์ปรานี

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
