

BUY (Unchanged)

TP: Bt 12.70

(From: Bt 13.50)

Change in Numbers

Upside : 14.4%

2 NOVEMBER 2021

BG Container Glass Pcl. (BGC TB)

แรงกดดันด้านต้นทุน



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 - 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

เราปรับกำไรปี 2021-23F ของ BGC ลง 10-12% สะท้อนต้นทุนโซดาแอช และต้นทุนพลังงานที่สูงกว่าคาด แต่ด้วยกำไรที่โตปีละ 13% ในปี 2022-23F เทียบกับ 2022F PE ที่ไม่แพงที่ 13.2 เท่า และอัตราผลตอบแทนปันผลที่ 4-5% ในปี 2021-22F เราจึงคงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 12.7 บาท

ปรับลดกำไร แต่ยังคงแนะนำ "ซื้อ"

เราปรับลดกำไรของ BGC ลง 10-12% ในปี 2021-23F และปรับราคาเป้าหมายปี 2022F ลงเหลือ 12.7 บาท (จาก 13.5 บาท) สะท้อนราคาโซดาแอชและก๊าซธรรมชาติที่สูงกว่าคาด แต่อย่างไรก็ตามเรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" BGC เนื่องจาก 1) เราคาดว่ากำไรของ BGC จะฟื้นตัวที่ 12% และ 14% ในปี 2022-23F จากการเติบโตที่ทรงตัวในปี 2020-21F โดยมีปัจจัยผลักดันจากการบริโภคภายในประเทศ การส่งออกที่เติบโต และการรวมกิจการทั้งหมดของบริษัท บางกอกบรรจุภัณฑ์ จำกัด (BVP) (ถือหุ้น 100%) และบริษัท บีจี แพคเกจจิ้ง จำกัด (BGP) (ถือหุ้น 100%) 2) เรามองว่า PE ที่ 13.2 เท่า ในปี 2022F นั้นไม่แพง และให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่น่าสนใจที่ 4-5% ต่อปี ในปี 2021-22F และ 3) อาจมี upside จากกิจการเข้าซื้อกิจการใหม่

ราคาวัตถุดิบสูงขึ้น

ก๊าซธรรมชาติ เศษแก้ว และโซดาแอช เป็นวัตถุดิบหลัก ซึ่งคิดเป็น 57% ของต้นทุนการผลิตบรรจุภัณฑ์แก้วของ BGC ในปี 2019 ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นส่งผลให้ต้นทุนก๊าซธรรมชาติของ BGC สูงขึ้น ราคาโซดาแอชก็เพิ่มขึ้นเป็น 8,000 บาท/ตัน ในเดือนต.ค.2021 จากเฉลี่ย 7,800 บาท ในปี 2020 และ 7,000 บาท ใน 1H21 ราคาเศษแก้วยังคงทรงตัวจากราคาเฉลี่ยในปี 2020 ที่ 3.3-3.4 บาท/กก. เนื่องจากราคาวัตถุดิบที่สูงขึ้น เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของ BGC จะลดลงจาก 18.7% ในปี 2020 เป็น 17.0%, 17.0% และ 17.3% ในปี 2021-23F ตามลำดับ

ความต้องการเติบโตในระดับปกติของธุรกิจ

รายได้ของ BGC ในปี 2020 มาจากบรรจุภัณฑ์แก้ว 96% (ภายในประเทศ 92% และส่งออก 8%) และธุรกิจพลังงานแสงอาทิตย์ในเวียดนาม 4% ซึ่งประมาณ 42% ของยอดขายบรรจุภัณฑ์แก้วในปี 2020 เป็นบรรจุภัณฑ์สำหรับเบียร์ และส่วนที่เหลือเป็นบรรจุภัณฑ์สำหรับน้ำอัดลม อาหาร ยาฆ่าแมลง และยา ยอดขายของ BGC ได้รับผลกระทบจากการล็อกดาวน์ประเทศในเดือนก.ค. และส.ค. ปีนี้ เราคาดว่ายอดขายจะทยอยกลับสู่ภาวะปกติหลังจากคลายล็อกดาวน์ในเดือนก.ย. และการกลับมาเปิดประเทศอีกครั้งในเดือนพ.ย. ในขณะที่ยอดขายส่งออกในปีนี้เติบโตขึ้นอย่างมากจากตลาดสหรัฐฯ เราคาดว่ายอดขายบรรจุภัณฑ์แก้วของ BGC จะเติบโต 3.8%, 5.1% และ 5.0% ในปี 2021-23F

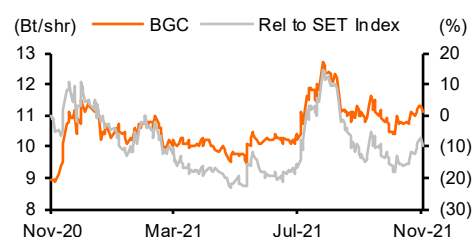
ยังคงมองหาโอกาสในการเติบโตที่มากกว่าปกติของธุรกิจ

BGC ได้ประกาศแผนการปรับโครงสร้างธุรกิจพลังงานทดแทน โดยจะถือหุ้นที่ถือ 100% ในบริษัท โซล่า พาวเวอร์ แมเนจเม้นท์ (ประเทศไทย) จำกัด (SPM) กับหุ้น 27.3% ในบริษัท บีจี เอ็นเนอร์ยี โซลูชั่น จำกัด (BGE) จากนั้น BGC จะลดสัดส่วนการถือหุ้นใน BGE เป็น 19.9% โดยการขายหุ้น 7.35% ให้กับบริษัทแม่ บมจ.บางกอกกล๊าส (BG) ดิสนี้คาดว่า จะแล้วเสร็จภายในสิ้นปีนี้ หรือต้นปีหน้า BGC จะมีเงินสดในมือเพิ่มขึ้น และมีอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนลดลงเล็กน้อยเหลือ 1.7 เท่า จากนั้น BGC คาดว่าจะลงทุนเพิ่มเติมในธุรกิจบรรจุภัณฑ์จำนวน 4 ตีล โดย 2 ตีล มีเป้าหมายที่จะแล้วเสร็จในปีหน้า ในส่วนของธุรกิจพลังงานทดแทนนั้น BGE มีแผนที่จะซื้อโรงไฟฟ้าใหม่เช่นกัน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	10,968	13,007	13,212	13,911
Net profit	516	552	584	667
Consensus NP	—	577	624	579
Diff frm cons (%)	—	(4.3)	(6.3)	15.1
Norm profit	516	523	584	667
Prev. Norm profit	—	583	663	739
Chg frm prev (%)	—	(10.2)	(12.0)	(9.8)
Norm EPS (Bt)	0.7	0.8	0.8	1.0
Norm EPS grw (%)	0.9	1.3	11.6	14.1
Norm PE (x)	14.9	14.7	13.2	11.6
EV/EBITDA (x)	6.7	6.4	6.1	5.4
P/BV (x)	1.5	1.4	1.4	1.3
Div yield (%)	4.1	4.3	4.5	5.2
ROE (%)	10.3	10.0	10.7	11.6
Net D/E (%)	151.4	145.1	129.5	109.9

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 2-Nov-21 (Bt)	11.10
Market Cap (US\$ m)	231.9
Listed Shares (m shares)	694.4
Free Float (%)	27.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.2
12M Price H/L (Bt)	12.70/8.85
Sector	Packaging
Major Shareholder	Bangkok Glass Pcl. 72.03%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

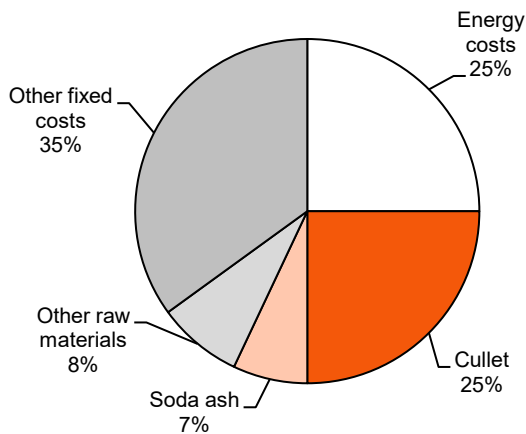


Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Natural gas (Bt/MMBTU)						
- New	276	215	278	288	288	291
- Old			237	246	249	253
- Change (%)			17.5	17.1	15.6	15.0
Cullet (Bt/kg.)						
- New	3.2	3.4	3.5	3.6	3.6	3.6
- Old			3.5	3.6	3.6	3.6
- Change (%)			—	—	—	—
Soda ash (Bt/tonne)						
- New	9,377	7,825	7,229	8,074	8,344	8,236
- Old			6,998	7,367	7,269	7,193
- Change (%)			3.3	9.6	14.8	14.5
Domestic sales (Bt m)						
- New	10,143	9,671	9,984	10,406	10,718	10,932
- Old			9,909	10,315	10,617	10,830
- Change (%)			0.8	0.9	0.9	0.9
Exports (Bt m)						
- New	1,105	841	925	1,064	1,330	1,596
- Old			908	1,044	1,306	1,567
- Change (%)			1.9	1.9	1.9	1.9
Gross margin (%)						
- New	15.3	18.7	17.0	17.0	17.3	17.7
- Old			17.7	17.4	17.7	18.1
- Change (pp)			(0.7)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
SG&A to sales (%)						
- New	8.7	11.2	10.2	9.9	9.7	9.5
- Old			10.2	9.9	9.7	9.5
- Change (pp)			—	—	—	—
Normalized profit (Bt m)						
- New	512	516	523	584	667	799
- Old			583	663	739	846
- Change (%)			(10.2)	(12.0)	(9.8)	(5.5)

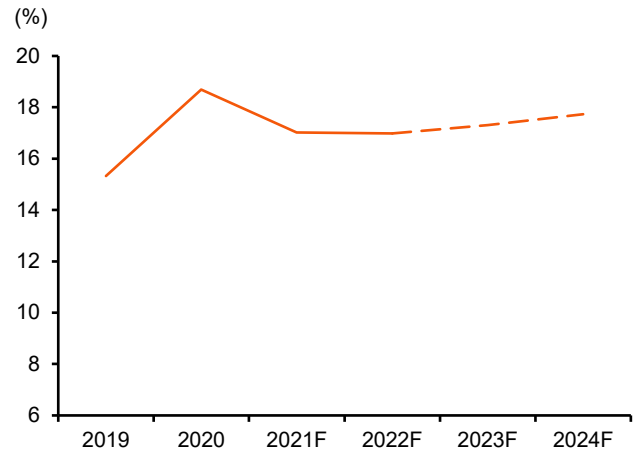
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Production Cost Breakdown



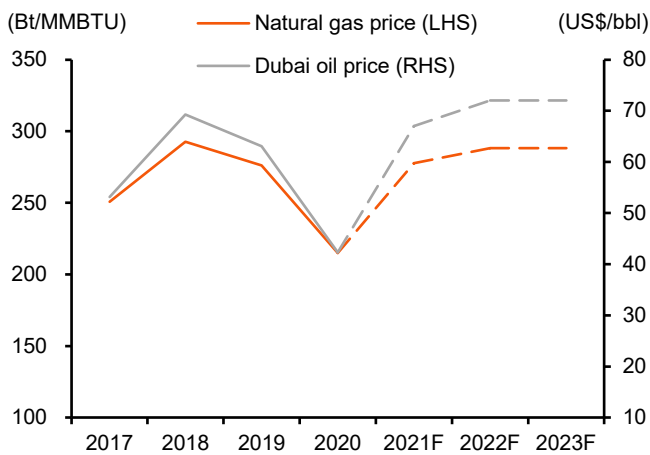
Source: Company data

Ex 3: BGC's Average Gross Margin



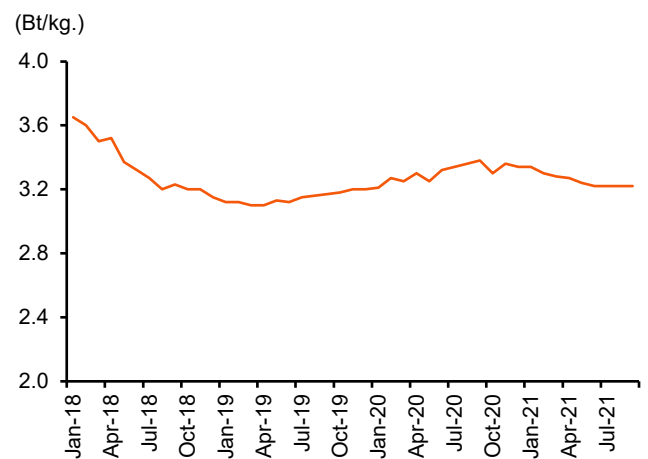
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Dubai Oil Price Vs. Natural Gas Price



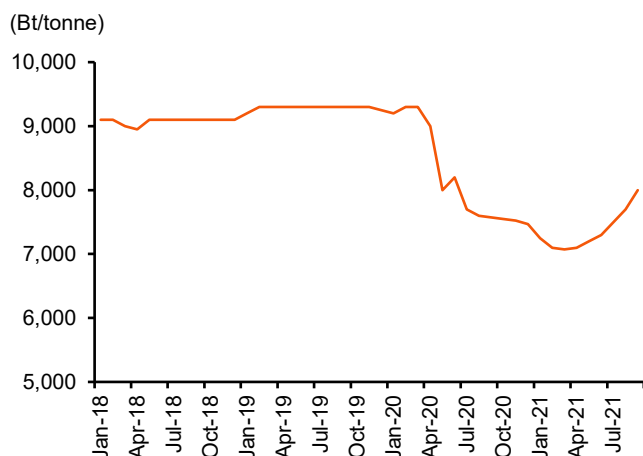
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 5: Cullet Price



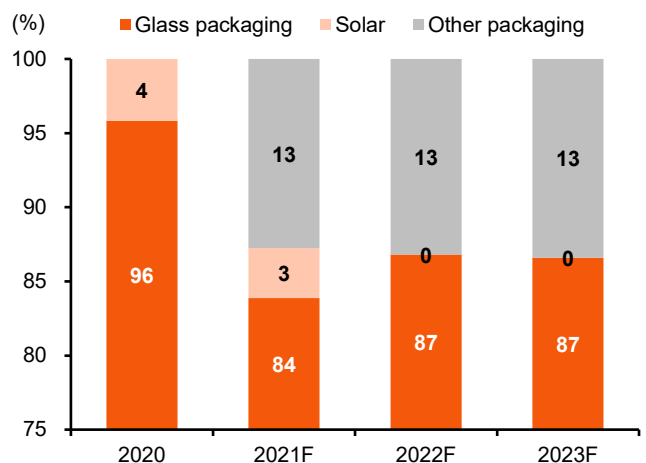
Source: Company data

Ex 6: Soda Ash Price



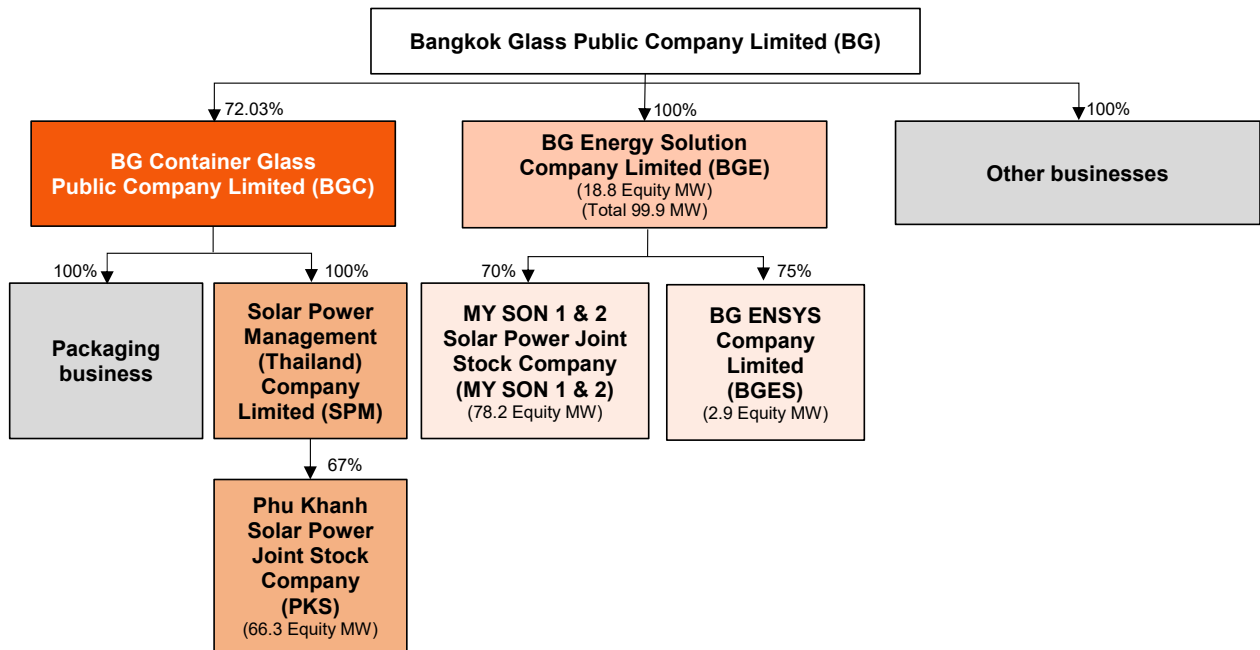
Source: Company data

Ex 7: Revenue Breakdown



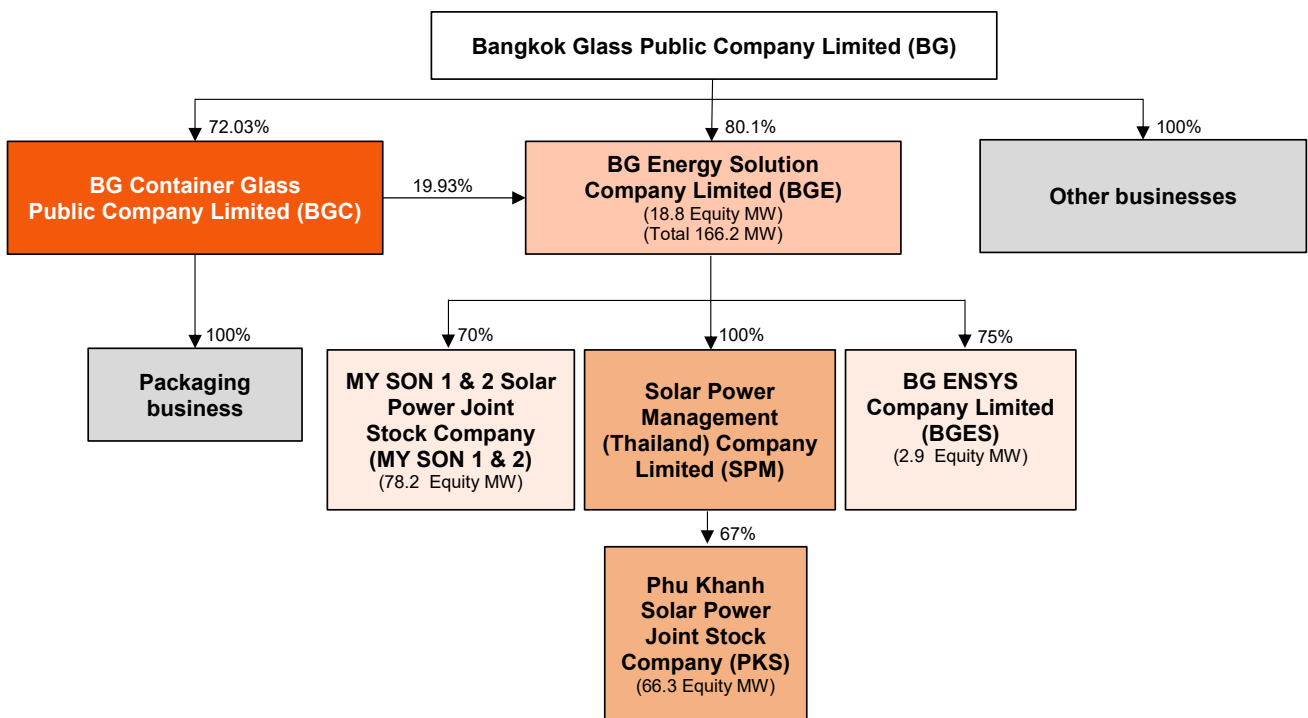
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Shareholding Structure Before The Transaction



Source: Company data

Ex 9: Shareholding Structure Post Transaction



Source: Company data

Ex 10: 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 excl. depre from right of use	2,620	2,802	2,976	3,068	3,195	3,309	3,376	3,425	3,450	3,461	3,521	—
Free cash flow	1,219	1,569	2,353	2,441	2,046	2,639	2,705	2,258	2,753	2,761	818	12,044
PV of free cash flow	1,215	1,346	1,869	1,764	1,364	1,622	1,533	1,180	1,326	1,174	319	4,700
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	8.0											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	19,412											
Net debt (end 2021F)	9,421											
Minority interest	1,158											
Equity value	8,833											
# of shares (m)	694											
Equity value / share (Bt)	12.7											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 11: 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)	(%)	(%)
Vetropack Holding AG	VETN SW	Switzerland	15.5	11.7	16.0	14.3	1.5	1.4	6.5	6.0	2.2	2.4
Zignago Vetro SpA	ZV IM	Italy	36.2	14.9	27.0	23.5	6.7	5.9	13.6	12.4	2.5	2.9
O-I Glass Inc	OI US	US	55.4	7.5	7.1	6.6	3.5	2.8	5.8	5.6	0.0	0.4
Gerresheimer AG	GRRMF US	US	4.8	19.0	na	na	na	na	na	na	na	na
Vidrala SA	VID SM	Spain	14.2	5.3	16.0	15.2	2.7	2.4	9.4	9.0	1.5	1.7
Verallia SA	VRLA FP	France	50.3	9.7	14.3	13.0	6.2	5.0	7.7	7.1	3.3	3.7
BG Container Glass *	BGC TB	Thailand	1.3	11.6	14.7	13.2	1.4	1.4	6.4	6.1	4.3	4.5
Polyplex Thailand	PTL TB	Thailand	na	29.0	8.6	6.7	1.4	1.2	5.7	4.7	4.7	6.0
Starflex	SFLEX TB	Thailand	13.9	24.4	26.8	21.6	4.5	3.3	19.7	15.4	1.8	2.0
Sahamitr Pressure Container	SMPC TB	Thailand	(12.2)	18.1	10.9	9.2	2.6	2.3	8.0	6.9	6.4	7.2
Average			25.4	11.4	15.8	14.3	3.7	3.2	8.2	7.7	2.3	2.6

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 2 Nov 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. บีจี คอนเทนเนอร์ กลาส (BGC) เป็นผู้ผลิตขวดแก้วรายใหญ่ที่สุดสองอันดับแรกในประเทศไทย ก่อตั้งขึ้นในปี 1974 ปัจจุบันบริษัท มีโรงงาน 11 แห่ง ใน 5 จังหวัด (อยุธยา ขอนแก่น ปทุมธานี ปราจีนบุรี และราชบุรี) ในประเทศไทย มีกำลังการผลิตรวม 3,495 เมตริกตันต่อวัน ผลิตภัณฑ์ขวดแก้วของ BGC จัดจำหน่ายในประเทศไทย และตลาดต่างประเทศ เช่น CLMV สหรัฐอเมริกา ยุโรป เป็นต้น

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นผู้ผลิตรายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย จึงได้ประโยชน์จากขนาด
- บริษัทแม่เป็นผู้ผลิตเบียร์รายใหญ่ที่สุด “บุญรอดบริวเวอรี่”
- เจ้าของและผู้บริหารของบริษัท มีประสบการณ์ที่แข็งแกร่งในอุตสาหกรรมเครื่องดื่มแอลกอฮอล์และอุตสาหกรรมขวดแก้ว

O — Opportunity

- การบริโภคและความใส่ใจในสุขภาพที่เพิ่มขึ้น
- ความกังวลที่เพิ่มขึ้นของประเทศที่พัฒนาแล้วต่อสิ่งแวดล้อม (การปล่อยก๊าซเรือนกระจก และการใช้พลาสติก)
- การขยายตัวทางเศรษฐกิจในตลาด CLMV

CONSENSUS COMPARISON

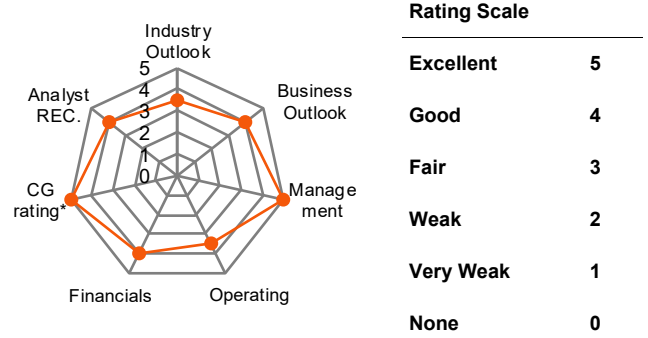
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	12.73	12.70	0%
Net profit 21F (Bt m)	577	552	-4%
Net profit 22F (Bt m)	624	584	-6%
Consensus REC	BUY: 4	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2021-22F และราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเรามุ่งมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อการเพิ่มขึ้นของราคาวัตถุดิบ

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- ราว 55% ของยอดขายขวดแก้วพึ่งพิงธุรกิจของบริษัทแม่

T — Threat

- การชะลอตัวของเศรษฐกิจไทยและเศรษฐกิจโลก
- ความเสี่ยงด้านกฎข้อบังคับ
- การระบาดของโควิด -19

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากการบริโภคในประเทศหรือของโลกฟื้นตัวช้ากว่าที่เราคาดการณ์ไว้ จะส่งผลกระทบต่อคาดการณ์กำไรของเรา
- หากราคาวัตถุดิบหรือต้นทุนแรงงานเพิ่มขึ้นสูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ จะส่งผลกระทบต่อคาดการณ์ผลประกอบการของเรา
- หากผู้ผลิตรายเดิมเพิ่มกำลังการผลิตหรือมีผู้มาใหม่เข้ามาในตลาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

2021-22F revenue driven by new acquisitions and a consumption recovery

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	11,252	10,968	13,007	13,212	13,911
Cost of sales	9,527	8,919	10,794	10,968	11,503
Gross profit	1,724	2,049	2,213	2,244	2,408
% gross margin	15.3%	18.7%	17.0%	17.0%	17.3%
Selling & administration expenses	978	1,223	1,325	1,312	1,348
Operating profit	746	826	888	932	1,060
% operating margin	6.6%	7.5%	6.8%	7.1%	7.6%
Depreciation & amortization	1,386	1,700	1,794	1,770	1,824
EBITDA	2,132	2,526	2,682	2,702	2,884
% EBITDA margin	19.0%	23.0%	20.6%	20.5%	20.7%
Non-operating income	67	57	98	128	134
Non-operating expenses	(30)	(60)	(50)	(50)	(50)
Interest expense	(183)	(259)	(250)	(243)	(252)
Pre-tax profit	601	564	686	767	892
Income tax	68	(15)	60	90	129
After-tax profit	533	579	626	677	764
% net margin	4.7%	5.3%	4.8%	5.1%	5.5%
Shares in affiliates' Earnings	(4)	5	6	7	8
Minority interests	(17)	(68)	(109)	(100)	(105)
Extraordinary items	0	0	29	0	0
NET PROFIT	512	516	552	584	667
Normalized profit	512	516	523	584	667
EPS (Bt)	0.7	0.7	0.8	0.8	1.0
Normalized EPS (Bt)	0.7	0.7	0.8	0.8	1.0

BALANCE SHEET

New furnace scheduled to be operational in 2023

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	3,725	4,271	4,510	4,489	4,707
Cash & cash equivalent	262	212	200	200	200
Account receivables	1,379	1,395	1,604	1,629	1,715
Inventories	1,844	2,178	2,129	2,073	2,175
Others	239	487	577	586	617
Investments & loans	131	144	1,794	1,794	1,794
Net fixed assets	12,940	11,996	10,884	10,673	10,031
Other assets	1,136	1,538	1,491	1,445	1,401
Total assets	17,932	17,949	18,679	18,402	17,933
LIABILITIES:					
Current liabilities:	6,650	7,701	8,071	7,684	7,127
Account payables	1,336	1,117	1,331	1,352	1,418
Bank overdraft & ST loans	4,089	4,631	4,810	4,526	4,075
Current LT debt	1,105	1,785	1,751	1,648	1,483
Others current liabilities	119	168	179	157	151
Total LT debt	4,626	3,118	3,059	2,879	2,591
Others LT liabilities	714	971	1,054	1,002	981
Total liabilities	11,990	11,790	12,185	11,564	10,699
Minority interest	1,009	1,049	1,158	1,259	1,364
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	3,472	3,472	3,472	3,472	3,472
Share premium	979	979	979	979	979
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	9	4	4	4	4
Retained earnings	472	654	880	1,124	1,415
Shareholders' equity	4,933	5,109	5,336	5,579	5,870
Liabilities & equity	17,932	17,949	18,679	18,402	17,933

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

Spending Bt2.5bn in
2021-23 to build a new
furnace and maintenance

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	601	564	686	767	892
Tax paid	(53)	(9)	(41)	(96)	(123)
Depreciation & amortization	1,386	1,700	1,794	1,770	1,824
Chg In working capital	550	(569)	53	52	(121)
Chg In other CA & CL / minorities	562	(196)	(106)	(45)	(49)
Cash flow from operations	3,044	1,489	2,387	2,449	2,424
Capex	(3,475)	(673)	(600)	(1,478)	(1,100)
Right of use	(1)	(453)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(131)	(14)	(1,650)	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(782)	226	68	(61)	(45)
Cash flow from investments	(4,389)	(914)	(2,182)	(1,539)	(1,145)
Debt financing	1,835	(286)	108	(568)	(904)
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(292)	(335)	(325)	(341)	(375)
Warrants & other surplus	(81)	(5)	0	0	0
Cash flow from financing	1,462	(626)	(217)	(909)	(1,279)
Free cash flow	(430)	816	1,787	971	1,324

VALUATION

Inexpensive valuation, in
our view

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	15.1	14.9	14.7	13.2	11.6
Normalized PE - at target price (x)	17.2	17.1	16.9	15.1	13.2
PE (x)	15.1	14.9	14.0	13.2	11.6
PE - at target price (x)	17.2	17.1	16.0	15.1	13.2
EV/EBITDA (x)	8.1	6.7	6.4	6.1	5.4
EV/EBITDA - at target price (x)	8.6	7.2	6.8	6.5	5.8
P/BV (x)	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3
P/BV - at target price (x)	1.8	1.7	1.7	1.6	1.5
P/CFO (x)	2.5	5.2	3.2	3.1	3.2
Price/sales (x)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
Dividend yield (%)	4.0	4.1	4.3	4.5	5.2
FCF Yield (%)	(5.6)	10.6	23.2	12.6	17.2
(Bt)					
Normalized EPS	0.7	0.7	0.8	0.8	1.0
EPS	0.7	0.7	0.8	0.8	1.0
DPS	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
BV/share	7.1	7.4	7.7	8.0	8.5
CFO/share	4.4	2.1	3.4	3.5	3.5
FCF/share	(0.6)	1.2	2.6	1.4	1.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

Rising raw material and energy costs put pressure on gross margin

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	8.2	(2.5)	18.6	1.6	5.3
Net profit (%)	3.1	0.9	7.0	5.7	14.1
EPS (%)	(19.4)	0.9	7.0	5.7	14.1
Normalized profit (%)	3.1	0.9	1.3	11.6	14.1
Normalized EPS (%)	(19.4)	0.9	1.3	11.6	14.1
Dividend payout ratio (%)	60.0	61.9	60.0	60.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	15.3	18.7	17.0	17.0	17.3
Operating margin (%)	6.6	7.5	6.8	7.1	7.6
EBITDA margin (%)	19.0	23.0	20.6	20.5	20.7
Net margin (%)	4.7	5.3	4.8	5.1	5.5
D/E (incl. minor) (x)	1.7	1.5	1.5	1.3	1.1
Net D/E (incl. minor) (x)	1.6	1.5	1.5	1.3	1.1
Interest coverage - EBIT (x)	4.1	3.2	3.5	3.8	4.2
Interest coverage - EBITDA (x)	11.7	9.8	10.7	11.1	11.5
ROA - using norm profit (%)	3.1	2.9	2.9	3.2	3.7
ROE - using norm profit (%)	10.5	10.3	10.0	10.7	11.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	10.9	11.5	12.0	12.4	13.3
- asset turnover (x)	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8
- operating margin (%)	7.0	7.5	7.2	7.6	8.2
- leverage (x)	3.4	3.6	3.5	3.4	3.2
- interest burden (%)	76.7	68.6	73.2	75.9	78.0
- tax burden (%)	88.7	102.6	91.3	88.3	85.6
WACC (%)	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
ROIC (%)	5.2	5.8	5.6	5.6	6.3
NOPAT (Bt m)	662	848	811	823	907
invested capital (Bt m)	14,491	14,432	14,757	14,432	13,820

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป 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 138 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, CHG16C2202A, 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, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMT16C2110A, JMT16C2201A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2112A, MTC16C2202A, OR16C2112A, OR16C2202A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTT16C2201A, PTT16C2110A, PTT16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016P2112C, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016C2203A, S5016P2203A, S5016C2112D, S5016P2112D, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2112A, SCGP16C2202A, SCGP16C2201A, SPAL16C2202A, 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, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPAL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTGP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTG, TASC, 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 ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ธนชาติ 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 ธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรสมิล 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 หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลังงาน , บีโตร์เคมี, กระจดาษ

จักร เรื่องสินภัญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธาณูปโภค, 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

รตา ลิมสุทธีวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรัชดา ศรทรง

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 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
