

HOLD (From: BUY)**TP: Bt 56.00**

(Unchanged)

Change in Recommendation

Upside: 6.7%

7 DECEMBER 2021

Mega Lifesciences Pcl (MEGA TB)

มี upside จำกัด

เราปรับลดคำแนะนำ MEGA เป็น “ถือ” หลังราคาหุ้นปรับตัวขึ้น 47% YTD ใกล้ราคาเป้าหมายใหม่ของเราที่ 56 บาท เราเชื่อว่าปัจจุบันซื้อขายที่ระดับที่เหมาะสมแล้วที่ PE เฉลี่ยในอดีตที่ 22 เท่า เทียบกับการเติบโตของ EPS ในปี 2022F ที่ 8% จากฐานที่สูง

**PATTADOL BUNNAK**

662 – 483 8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ปรับลดคำแนะนำเป็น “ถือ”

เราปรับลดคำแนะนำ MEGA เป็น “ถือ” (จาก ซื้อ) โดยมีราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2022F) ที่ 56 บาท 1) หลังราคาหุ้นพุ่งขึ้น 47% YTD เราเชื่อว่า MEGA ซื้อขายที่ระดับที่เหมาะสมแล้วที่ PE เฉลี่ยในอดีตที่ 22 เท่า 2) เราคาดว่า EPS จะเติบโตเพียง 8% ในปี 2022F จากฐานกำไรที่สูงอยู่แล้วที่เติบโต 33% ในปีนี้ 3) เรามองว่ายังไม่ถึงขั้นต้อง “ขาย” เนื่องจากเรายังคงคาดว่ากำไร 4Q21F จะแข็งแกร่ง และเรายังคงชอบปัจจัยพื้นฐานที่แข็งแกร่งของ MEGA แนวความคิดในการเติบโตของที่มีผู้บริหาร และตำแหน่งทางการตลาดที่แข็งแกร่ง

คาดการณ์การดำเนินงาน 4Q21F แข็งแกร่ง

MEGA รายงานผลการดำเนินงาน 3Q21 สูงเป็นประวัติการณ์ที่ 535 ลบ. เพิ่มขึ้น 39% y-y และ 14% q-q ทั้งที่เผชิญกับความท้าทายจากโควิดในตลาดหลักของบริษัทฯ ในไทย เมียนมาร์ กัมพูชา และเวียดนาม ปัจจุบันใน 4Q21 MEGA ยังคงมีแนวโน้มธุรกิจที่ดีในตลาดเหล่านี้ เนื่องจากการผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์จากโควิด เราคาดว่ากำไรสุทธิ 4Q21F จะอยู่ที่ 546 ลบ. เพิ่มขึ้น 33% y-y และ 3% q-q เนื่องจากผลการดำเนินงาน 3Q21 ที่แข็งแกร่งกว่าคาด เราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้น 6/2% ในปี 2021-23F

ฐานที่สูงเป็นความท้าทายในปีหน้า

MEGA ได้รับประโยชน์จากการระบาดของโควิด ซึ่งเห็นได้จากกำไรที่เติบโตที่ 16% ในปี 2020 และ 33% ในปี 2021F การเติบโตของ EPS เฉลี่ย 6 ปีจนถึงปี 2019 อยู่ที่เพียง 15% ต่อปี เท่านั้น และเฉลี่ย 3 ปี อยู่ที่ 12% ต่อปี เนื่องจากเราคาดว่าวิกฤตการณ์โควิดจะคลี่คลายในปีหน้า และฐานที่สูงในปีนี้ เรารู้สึกสบายใจที่จะให้คาดการณ์การเติบโตของ EPS ที่ 8% สำหรับปี 2022F เราเชื่อว่ากระแสความใส่ใจในสุขภาพจะยังคงอยู่ แต่ความระมัดระวังเป็นพิเศษของผู้คนและพฤติกรรมลดการช้อปปิ้งและสิ่งของจำเป็นอาจลดลง แต่อย่างไรก็ตามเราไม่คาดว่าจะยอดขายจะลดลง เนื่องจากความต้องการยารรักษาโรคเบาหวาน โรคกระดูกและหัวใจยังคงดีอยู่ การเติบโตที่แข็งแกร่งในปีนี้นั้นเกินความคาดหมายของ MEGA และมองว่าการเติบโตของ EPS ในระดับเลขสองหลักในปี 2022F เป็นระดับที่ท้าทาย

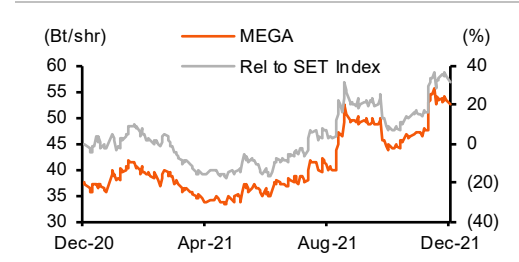
มีแผนออกผลิตภัณฑ์ใหม่ต่อเนื่อง

MEGA ได้เปิดตัวผลิตภัณฑ์ใหม่ใน 4Q21 และมีแผนจะเปิดตัวผลิตภัณฑ์เพิ่มเติมมากกว่า 10 รายการ ในปี 2022F ซึ่งประกอบด้วยทั้งยาทดแทนและอาหารเสริม (เช่น วิตามินรุ่นใหม่) และผลิตภัณฑ์ใหม่ (เช่น อาหารเสริมที่มีกัญชงเป็นส่วนประกอบ) MEGA มั่นใจว่าผลิตภัณฑ์ใหม่จะประสบความสำเร็จตามกระแสการใส่ใจสุขภาพอย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้ MEGA ยังมีผลิตภัณฑ์อีกราว 100 รายการรอการอนุมัติจากสำนักงานคณะกรรมการอาหารและยา (อย.) และมีแผนจะเปิดตัวในปี 2023-24 ซึ่งคาดว่าจะหนุนให้ยอดขายเติบโต 3-4% ต่อปี เราได้รวมปัจจัยนี้ในประมาณการของเราแล้ว

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	12,589	14,862	15,988	17,011
Net profit	1,393	1,885	2,037	2,215
Consensus NP	—	1,900	1,932	2,201
Diff frm cons (%)	—	(0.8)	5.4	0.7
Norm profit	1,416	1,885	2,037	2,215
Prev. Norm profit	—	1,772	2,003	2,214
Chg frm prev (%)	—	6.3	1.7	0.1
Norm EPS (Bt)	1.6	2.2	2.3	2.5
Norm EPS grw (%)	16.3	33.1	8.1	8.7
Norm PE (x)	32.3	24.3	22.5	20.7
EV/EBITDA (x)	23.2	18.0	16.4	14.9
P/BV (x)	6.6	5.8	5.2	4.7
Div yield (%)	1.7	2.3	2.7	3.1
ROE (%)	21.6	25.3	24.3	23.9
Net D/E (%)	(10.3)	(12.4)	(17.6)	(24.4)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

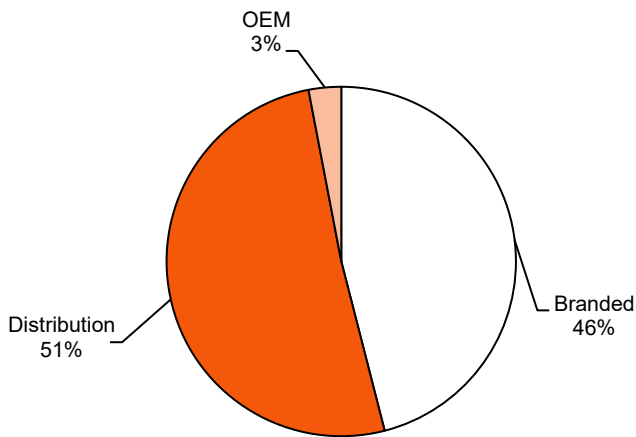
Price as of 7-Dec-21(Bt)	52.50
Market Cap (US\$ m)	1,358.7
Listed Shares (m shares)	871.9
Free Float (%)	38.93
Avg Daily Turnover (US\$ m)	9.31
12M Price H/L (Bt)	55.50/33.25
Sector	Commerce
Major Shareholder	Shah Family 50.1%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

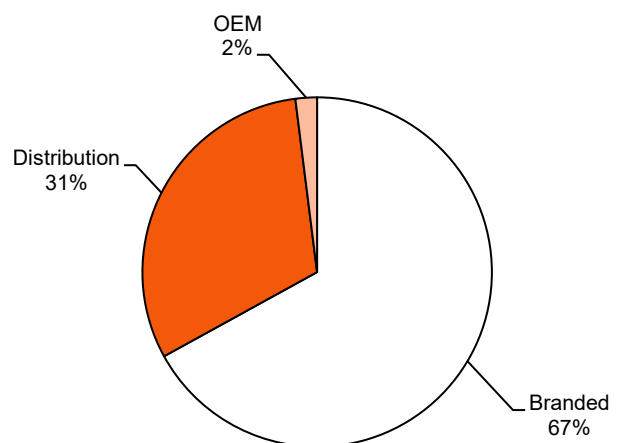


Ex 1: Sales Breakdown



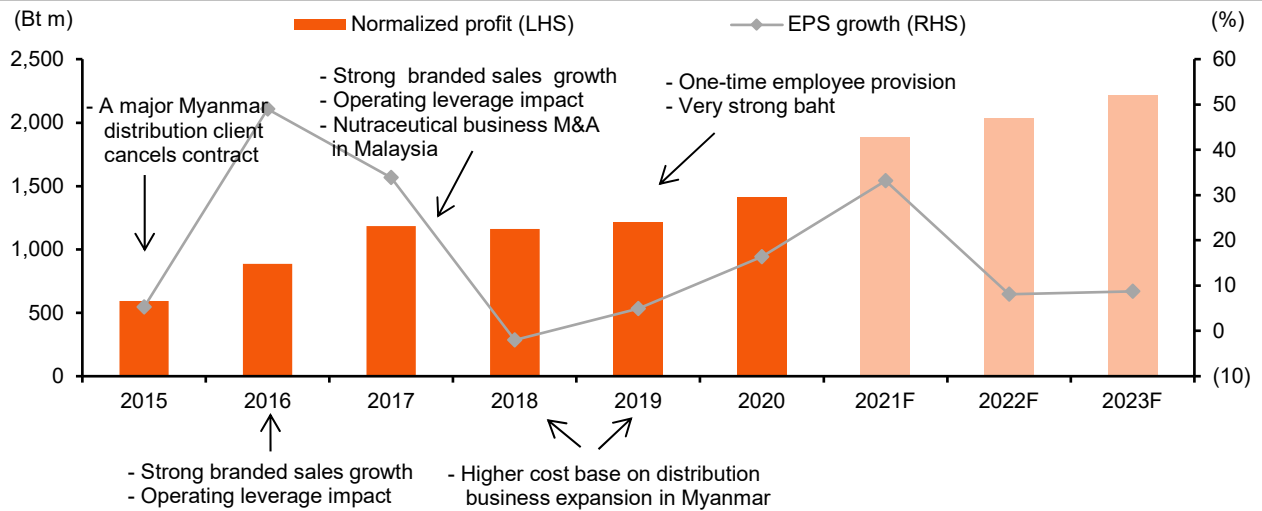
Source: Company data

Ex 2: EBIT Breakdown



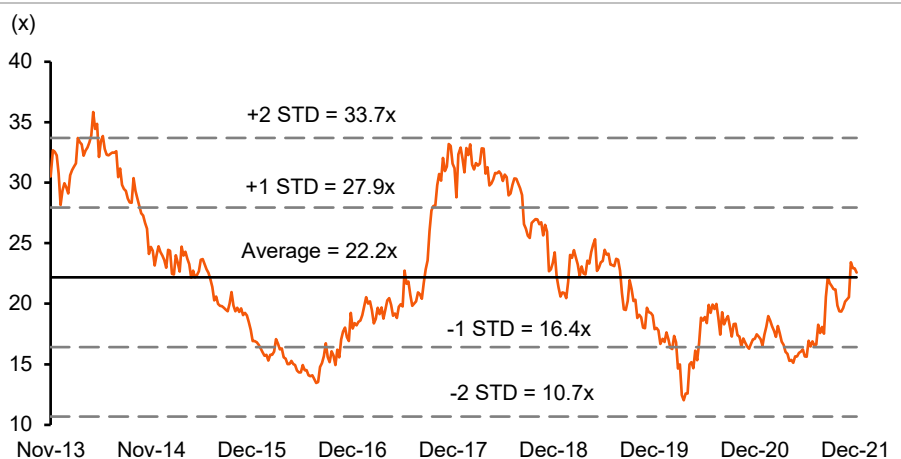
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 3: Slower Growth After A High Base



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Already At The Average PE



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 5: Assumption Adjustment

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Sales					
New	11,130	12,589	14,862	15,988	17,011
Old			14,624	15,853	17,086
Change (%)			1.6	0.8	(0.4)
% Gross margin					
New	41.1	39.6	42.1	42.3	42.4
Old			39.3	39.7	39.8
Change (pp)			2.8	2.6	2.6
% SG&A to sales					
New	28.5	26.2	27.0	27.1	26.9
Old			24.8	24.6	24.4
Change (pp)			2.2	2.5	2.5
Normalized profit (Bt m)					
New	1,217	1,416	1,885	2,037	2,215
Old			1,772	2,003	2,214
Change (%)			6.3	1.7	0.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: 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	2,700	2,919	3,143	3,644	4,089	4,599	5,185	5,720	6,441	7,218	7,979	—
Free cash flow	1,748	2,222	2,354	2,795	3,152	3,541	3,966	4,456	5,123	5,828	6,369	77,298
PV of free cash flow	1,743	1,855	1,796	1,948	1,964	2,007	2,044	2,089	2,185	2,262	2,143	26,008
Risk-free rate (%)	3.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	11.3											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	48,045											
Net debt (end-2021F)	(982)											
Minority interest	16											
Equity value	49,010											
# of shares (m)	872											
Equity value/share (Bt)	56.0											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 7: Valuation Comparison With 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 (%)
Bristol-Myers Squibb	BMY US	US	16.5	4.3	7.6	7.3	2.9	2.5	6.2	6.3	3.4	3.6
Eli Lilly & Co	LLY US	US	1.2	2.6	30.7	29.9	27.8	21.7	26.8	25.7	1.4	1.5
Johnson & Johnson	JNJ US	US	22.0	5.6	16.6	15.8	6.0	5.3	13.1	12.3	2.6	2.7
Merck & Co Inc	MRK US	US	(1.4)	23.6	12.5	10.1	6.0	4.9	10.2	8.4	3.5	3.8
Pfizer Inc	PFE US	US	90.1	11.0	12.2	11.0	3.8	2.9	9.9	7.3	3.0	3.1
Abbott Laboratories	ABT US	US	39.1	(6.6)	26.1	27.9	6.4	5.1	19.3	21.2	1.4	1.4
Astellas Pharma Inc	4503 JP	Japan	58.0	27.2	17.4	13.7	2.2	2.1	9.5	8.2	2.8	3.2
Chugai Pharmaceutical	4519 JP	Japan	34.3	0.4	20.7	20.6	5.2	4.5	13.5	13.5	1.9	2.1
Daiichi Sankyo Co Ltd	4568 JP	Japan	(14.6)	22.2	81.3	66.5	4.1	4.0	33.3	28.4	1.0	1.1
Eisai Co Ltd	4523 JP	Japan	39.8	(10.4)	33.5	37.4	2.7	2.7	16.5	16.3	2.4	2.4
Otsuka Holdings Co Ltd	4578 JP	Japan	6.8	0.3	14.2	14.2	1.1	1.1	7.4	6.9	2.4	2.5
Taisho Pharmaceutical	4581 JP	Japan	(16.5)	7.9	39.8	36.8	0.6	0.6	5.5	6.7	1.8	1.8
AstraZeneca	AZN LN	UK	28.6	30.4	21.1	16.2	4.7	4.7	17.2	12.3	2.6	2.7
GlaxoSmithKline	GSK LN	UK	(5.1)	6.0	14.2	13.4	5.3	4.9	11.6	10.1	5.1	3.5
Novartis AG	NOVN SW	Switzerland	10.3	5.8	12.8	12.1	3.0	2.8	10.4	11.0	4.1	4.2
Roche Holding AG	ROG SW	Switzerland	6.2	2.6	18.1	17.7	7.4	6.5	13.2	12.9	2.5	2.6
Blackmores Ltd	BKL AU	Australia	48.8	48.1	45.2	30.5	4.4	4.1	19.1	14.9	1.1	1.7
Novo Nordisk A/S	NOVOB DC	Denmark	14.7	12.2	34.8	31.0	23.4	20.3	25.2	22.3	1.4	1.6
Sanofi	SAN FP	France	10.8	12.2	13.1	11.7	1.6	1.5	9.8	9.0	3.9	4.1
Apex Healthcare	APEX MK	Malaysia	1.7	8.3	21.3	19.6	2.4	2.3	13.2	11.9	1.5	1.6
Kalbe Farma	KLBF IJ	Indonesia	11.8	9.4	24.9	22.7	4.0	3.6	16.0	14.6	1.9	2.1
Mega Lifesciences	MEGA TB*	Thailand	33.1	8.1	24.3	22.5	5.8	5.2	18.0	16.4	2.3	2.7
Average			19.8	10.5	24.7	22.2	5.9	5.2	14.8	13.5	2.5	2.5

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 7-Dec-21 closing price

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เมก้าไลฟ์ไซแอนซ์ จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ผลิต ทำการตลาด และจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์เสริมอาหารและสมุนไพร และผลิตภัณฑ์ยาจำหน่ายหน้าเคาน์เตอร์สุขภาพ บริษัทฯ ผลิตผลิตภัณฑ์รักษาภายในไปจนถึงผลิตภัณฑ์เพื่อดูแลสุขภาพทั่วไป โดยวางจำหน่ายใน 33 ประเทศทั่วโลก

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผลิตภัณฑ์ที่มีชื่อเสียงเป็นที่ยอมรับ
- มีเครือข่ายการจัดจำหน่ายของตนเอง
- มีความรู้ด้านการตลาดและมี business connections ที่แข็งแกร่ง

O — Opportunity

- โอกาสในการเติบโตทางธุรกิจไปพร้อมกับการเติบโตที่ดีของ GDP ของตลาดหลัก
- เจาะเข้าไปในตลาดที่กำลังพัฒนา และตลาดที่ยังไม่ได้พัฒนา
- ได้ลูกค้าจัดจำหน่ายใหม่

CONSENSUS COMPARISON

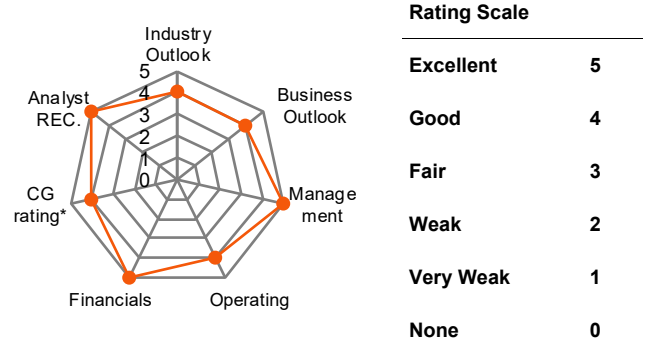
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	55.72	56.00	0%
Net profit 21F (Bt m)	1,900	1,885	-1%
Net profit 22F (Bt m)	1,932	2,037	5%
Consensus REC	BUY: 9	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2022F และราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อการเติบโตของอุตสาหกรรมเวชภัณฑ์

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ไม่มีเข้าไปสู่ตลาดยามูลค่าสูงในประเทศที่พัฒนาแล้ว
- ไม่ได้รุกตลาด big-molecules medicines ที่ได้รับความนิยมและให้ผลกำไรสูง

T — Threat

- ผู้ประกอบการระดับโลกเข้ามาในตลาดของ MEGA
- การยกเลิกสัญญาจัดจำหน่ายของลูกค้า
- แนวโน้มค่าเงินบาทที่แข็งแกร่งเมื่อเทียบกับสกุลเงินอื่นๆ โดยเฉพาะดอลลาร์สหรัฐฯ

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ไม่ได้รับการอนุมัติใบอนุญาตยาสำหรับผลิตภัณฑ์ยาใหม่, ผลิตภัณฑ์กลุ่มบำรุงสุขภาพ และผลิตภัณฑ์ยาจำหน่ายหน้าเคาน์เตอร์สุขภาพ เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- ลูกค้ายกเลิกสัญญาการจัดจำหน่าย เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- สูญเสียลูกค้า OEM อย่างไม่คาดคิด เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- เงินบาทที่แข็งค่ากว่าที่เราคาดไว้ เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- แนวโน้มการใส่ใจสุขภาพอย่างต่อเนื่องเป็น upside ต่อคาดการณ์ของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

*Growth looks likely to
slowdown after a high
base*

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	11,130	12,589	14,862	15,988	17,011
Cost of sales	6,551	7,603	8,607	9,225	9,798
Gross profit	4,578	4,986	6,254	6,763	7,213
% gross margin	41.1%	39.6%	42.1%	42.3%	42.4%
Selling & administration expenses	3,176	3,299	4,006	4,336	4,580
Operating profit	1,402	1,687	2,248	2,426	2,632
% operating margin	12.6%	13.4%	15.1%	15.2%	15.5%
Depreciation & amortization	160	256	243	273	287
EBITDA	1,562	1,943	2,491	2,700	2,919
% EBITDA margin	14.0%	15.4%	16.8%	16.9%	17.2%
Non-operating income	34	24	34	37	39
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(65)	(72)	(72)	(76)	(85)
Pre-tax profit	1,371	1,638	2,210	2,387	2,586
Income tax	160	234	340	368	398
After-tax profit	1,211	1,404	1,870	2,019	2,188
% net margin	10.9%	11.2%	12.6%	12.6%	12.9%
Shares in affiliates' Earnings	6	7	10	13	22
Minority interests	(0)	4	5	5	5
Extraordinary items	(78)	(23)	0	0	0
NET PROFIT	1,139	1,393	1,885	2,037	2,215
Normalized profit	1,217	1,416	1,885	2,037	2,215
EPS (Bt)	1.3	1.6	2.2	2.3	2.5
Normalized EPS (Bt)	1.4	1.6	2.2	2.3	2.5

BALANCE SHEET

Plenty of cash on hand

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	7,230	7,620	8,531	9,388	10,699
Cash & cash equivalent	1,467	1,221	1,306	1,700	2,600
Account receivables	2,717	2,684	3,168	3,365	3,533
Inventories	2,856	3,475	3,773	4,019	4,242
Others	190	240	283	305	324
Investments & loans	241	194	244	294	344
Net fixed assets	1,771	1,951	2,358	2,434	2,247
Other assets	1,292	1,824	2,203	2,385	2,571
Total assets	10,533	11,590	13,336	14,501	15,862
LIABILITIES:					
Current liabilities:	4,158	4,262	4,697	4,870	5,257
Account payables	2,508	2,788	3,157	3,383	3,594
Bank overdraft & ST loans	888	499	325	149	235
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	762	974	1,215	1,338	1,429
Total LT debt	0	0	0	0	0
Others LT liabilities	199	349	704	801	895
Total liabilities	4,358	4,611	5,401	5,671	6,152
Minority interest	0	21	16	16	11
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	436	436	436	436	436
Share premium	2,305	2,305	2,305	2,305	2,305
Warrants	2	2	2	2	2
Surplus	(609)	(536)	(536)	(536)	(536)
Retained earnings	4,041	4,752	5,713	6,608	7,492
Shareholders' equity	6,175	6,958	7,919	8,814	9,698
Liabilities & equity	10,533	11,590	13,336	14,501	15,862

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

Strong cash flows, based on our estimates

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	1,371	1,638	2,210	2,387	2,586
Tax paid	(116)	(183)	(334)	(343)	(392)
Depreciation & amortization	160	256	243	273	287
Chg In working capital	60	(305)	(415)	(215)	(181)
Chg In other CA & CL / minorities	111	150	201	95	88
Cash flow from operations	1,586	1,557	1,907	2,197	2,387
Capex	(505)	(437)	(650)	(350)	(100)
Right of use	0	(263)	(300)	(100)	(100)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	221	46	(50)	(50)	(50)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	63	(168)	277	15	8
Cash flow from investments	(220)	(822)	(723)	(485)	(242)
Debt financing	(150)	(371)	(175)	(175)	85
Capital increase	130	0	(0)	0	0
Dividends paid	(618)	(670)	(923)	(1,142)	(1,331)
Warrants & other surplus	(200)	60	0	0	0
Cash flow from financing	(838)	(981)	(1,098)	(1,317)	(1,246)
Free cash flow	1,081	1,120	1,257	1,847	2,287

VALUATION

2022F PE looks fully valued to us at 22x or at its historical average

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	37.6	32.3	24.3	22.5	20.7
Normalized PE - at target price (x)	40.1	34.5	25.9	24.0	22.0
PE (x)	40.2	32.9	24.3	22.5	20.7
PE - at target price (x)	42.9	35.1	25.9	24.0	22.0
EV/EBITDA (x)	28.9	23.2	18.0	16.4	14.9
EV/EBITDA - at target price (x)	30.9	24.8	19.2	17.5	15.9
P/BV (x)	7.4	6.6	5.8	5.2	4.7
P/BV - at target price (x)	7.9	7.0	6.2	5.5	5.0
P/CFO (x)	28.9	29.4	24.0	20.8	19.2
Price/sales (x)	4.1	3.6	3.1	2.9	2.7
Dividend yield (%)	1.4	1.7	2.3	2.7	3.1
FCF Yield (%)	2.4	2.4	2.7	4.0	5.0
(Bt)					
Normalized EPS	1.4	1.6	2.2	2.3	2.5
EPS	1.3	1.6	2.2	2.3	2.5
DPS	0.7	0.9	1.2	1.4	1.7
BV/share	7.1	8.0	9.1	10.1	11.1
CFO/share	1.8	1.8	2.2	2.5	2.7
FCF/share	1.2	1.3	1.4	2.1	2.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	9.3	13.1	18.0	7.6	6.4
Net profit (%)	(5.6)	22.3	35.3	8.1	8.7
EPS (%)	(5.9)	22.2	35.3	8.1	8.7
Normalized profit (%)	4.9	16.3	33.1	8.1	8.7
Normalized EPS (%)	4.5	16.3	33.1	8.1	8.7
Dividend payout ratio (%)	55.1	56.3	56.3	60.0	65.0
Operating performance					
Gross margin (%)	41.1	39.6	42.1	42.3	42.4
Operating margin (%)	12.6	13.4	15.1	15.2	15.5
EBITDA margin (%)	14.0	15.4	16.8	16.9	17.2
Net margin (%)	10.9	11.2	12.6	12.6	12.9
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)
Interest coverage - EBIT (x)	21.5	23.3	31.2	31.7	31.0
Interest coverage - EBITDA (x)	24.0	26.9	34.5	35.3	34.3
ROA - using norm profit (%)	12.1	12.8	15.1	14.6	14.6
ROE - using norm profit (%)	20.5	21.6	25.3	24.3	23.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	20.4	21.4	25.1	24.1	23.6
- asset turnover (x)	1.1	1.1	1.2	1.1	1.1
- operating margin (%)	12.9	13.6	15.4	15.4	15.7
- leverage (x)	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6
- interest burden (%)	95.5	95.8	96.8	96.9	96.8
- tax burden (%)	88.3	85.7	84.6	84.6	84.6
WACC (%)	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4
ROIC (%)	21.6	25.8	30.5	29.6	30.7
NOPAT (Bt m)	1,238	1,446	1,902	2,053	2,227
invested capital (Bt m)	5,597	6,236	6,937	7,263	7,333

*We expect ROIC to
surpass WACC*

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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 129 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C22112A, AOT16C2204A, AOT16C22112A, AOT16C2202A, BAM16C22112A, BANP16C22112A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2204A, BBL16C2201A, BBL16C2203A, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BGRI16C22112A, CBG16C2204A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C22112A, CHG16C2202A, COM716C22112A, COM716C2203A, CPAL16C22112A, CPAL16C2203A, CPF16C22112A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C22112A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C22112A, DOHO16C2202A, DTAC16C22112A, EA16C2201A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C22112A, GULF16C2202A, GUNK16C22112A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C22112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C22112A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2201A, KTC16C22112A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C22112A, MINT16C22112A, MINT16C2203A, MTC16C2204A, MTC16C22112A, MTC16C2202A, OR16C22112A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C22112A, PTT16C2201A, PTT16C2203A, PTTE16C22112A, PTTE16C2203A, RBF16C22112A, RBF16C2202A, RS16C22112A, RS16C2201A, S5016C22112A, S5016C22112B, S5016C22112C, S5016C22112D, S5016C2203A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112C, S5016P2112D, S5016P2203A, SAWA16C2204A, SAWA16C22112A, SAWA16C2202A, SCB16C22112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C22112A, SCC16C2201A, SCGP16C2201A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2203A, STA16C22112A, STA16C2201A, STEC16C2201A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C22112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TU16C2204A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, 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, PTTEP, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASC, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัททูธนชาติ 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)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีควิเบค จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีควิเบค 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, กระดาษ

จักร เรื่องสิทธิสัญญา

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, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุณนา

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันทึกราย

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรัชชา 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

ภัทรวลดี หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์

Tel: 662-779-9107

naripom.kla@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คุณเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวณิชปราวณี

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร

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
