HOLD (From: SELL)

Change in Recommendation

TP: Bt 31.00 (From: Bt 32.00)

Downside : 4.6%

3 FEBRUARY 2022

Osotspa Pcl (OSP TB)

ยังไม่เห็นปัจจัยใหม่หนุนการเติบโต



PATTADOL BUNNAK

662 – 483 8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ราคาหุ้นของ OSP ลดลงแล้ว 31% จากจุดสูงสุดหลัง IPO ในปี 2020 เราเห็นความเสี่ยงที่จำกัดจากตรงนี้ และปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น “ถือ” แต่อย่างไรก็ตาม เรายังคงไม่เห็นปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตใหม่ที่จะช่วยเพิ่มกำไรให้เกินกว่าการเติบโตในระดับเลขหลักเดียว

ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น “ถือ”

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ OSP เป็น “ถือ” (จาก ขาย) ด้วยเหตุผล 2 ประการ 1) ราคาหุ้นร่วงลง 31% จากจุดสูงสุดหลัง IPO ที่ 47 บาท ในปี 2020 และ 16% YTD มาซื้อขายที่ PE ที่สมเหตุสมผลมากขึ้นสำหรับหุ้น big-cap เพื่อการบริโภคที่ 26 เท่า และ 2) เราคาดว่าธุรกิจจะฟื้นตัวในระดับหนึ่งพร้อมกับการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม เรายังคงคาดว่าเส้นทางการเติบโตของกำไรของ OSP ไม่น่าตื่นเต้นด้วยเติบโตเพียงตัวเลขหลักเดียว เราคาดคาดว่า EPS จะเติบโต 8/9% ในปี 2022-23F โดยคาดว่าธุรกิจใหม่อาจยังไม่สร้างผลกำไรให้อย่างมีนัยสำคัญ

คาดการณ์ผลการดำเนินงาน 4Q21F

เราคาดว่ากำไรปกติของ OSP อยู่ที่ 895 ลบ. เพิ่มขึ้น 5%y-y และ 26% q-q ใน 4Q21F ซึ่งเป็นการฟื้นตัวจากกำไรที่อ่อนแอที่ลดลง 23% y-y และ 14% q-q ใน 3Q21 เมื่อได้รับผลกระทบจากการล็อกดาวน์ สำหรับ 4Q21F ขณะที่ยอดขายเครื่องดื่มชูกำลังปรับตัวดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ยอดขายผลิตภัณฑ์ของใช้ส่วนบุคคลยังค่อนข้างอ่อนแอ รายได้จากต่างประเทศ (14% ของรายได้รวมในปี 2020) ซึ่งส่วนใหญ่มาจากเครื่องดื่มชูกำลัง ฟื้นตัวใน 4Q21F เช่นกันหลังคลายล็อกดาวน์ เมียนมาร์เป็นตลาดเครื่องดื่มชูกำลังในต่างประเทศที่ใหญ่ที่สุดของ OSP ซึ่งคิดเป็น 9% ของยอดขายรวมปี 2020 ภายใต้ประมาณการของเรา อันที่จริงแล้วทั้งปี 2021F ยอดขายเติบโตขึ้น เนื่องจากส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้น อันเป็นผลมาจากอุปทานของผลิตภัณฑ์ส่งออกของคู่แข่งที่ลดลงในช่วงล็อกดาวน์ และความตึงเครียดจากรัฐประหาร OSP มีโรงงานเป็นของตัวเองอยู่ที่นั่น

เติบโตเพียงตัวเล็กหลักเดียว

เราคาดว่ากำไรของ OSP จะเติบโต 8% ในปีนี้ โปรดดูรายละเอียดโครงสร้างรายได้ใน Exhibit 1 ปัจจัยหลักผลักดัน คือ 1) ยอดขายเครื่องดื่มวิตามิน C-Vitt เติบโต 6% และยอดขายเครื่องดื่มชูกำลังในประเทศที่ทรงตัว 2) ยอดขายผลิตภัณฑ์ของใช้ส่วนบุคคลที่เติบโต 15% 3) ยอดขายในต่างประเทศฟื้นตัว 13% จากการคลายล็อกดาวน์ เนื่องจากปีนี้การส่งออกสินค้าไปยังเมียนมาร์ไม่สะดุดอีกต่อไป ไม่เหมือนในปี 2021 เราจึงคาดว่า บมจ. คาราบาวกรุ๊ป (CBG, “ซื้อ”) จะได้ส่วนแบ่งตลาดจากการขายเครื่องดื่มชูกำลังที่นั่นกลับคืนมา ตลาดเครื่องดื่มชูกำลังโดยรวมของเมียนมาร์ยังไม่อิ่มตัว เติบโตราว 15% ต่อปี และเราคาดว่า OSP จะยังคงสามารถเติบโตได้ OSP คาดว่ายอดขายโดยรวมจะเติบโต 5-10% แต่เห็นแรงกดดันต่ออัตรากำไรจากราคาอลูมิเนียมและก๊าซธรรมชาติที่เพิ่มขึ้น

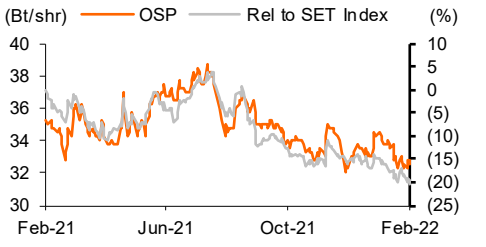
ชอบ CBG มากกว่า

เราชอบ CBG มากกว่า OSP ด้วย CBG มีโปรไฟล์การเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่งกว่าที่ 55% ในปี 2022F และ ROE ที่สูงกว่ามากที่ 38% แต่ซื้อขายที่ PE ที่ต่ำกว่าที่ 23 เท่า การเติบโตที่แข็งแกร่งขึ้นเป็นผลมาจากการส่งออกที่เพิ่มขึ้นของ CBG ที่ 45% ของยอดขายในปี 2021F เทียบกับ OSP ที่เพียง 14% ตลาดต่างประเทศที่สำคัญของ CBG ได้แก่ กัมพูชา เมียนมาร์ และจีน โดยปกติแล้วการส่งออกไม่เพียงแต่เติบโตได้เร็วกว่าการขายในประเทศเท่านั้น แต่ยังให้อัตรากำไรที่สูงกว่าอีกด้วย นอกจากนี้เรายังชอบที่ CBG มีเครือข่ายการจัดจำหน่ายของตัวเองอีกด้วย

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	25,583	26,432	28,186	30,103
Net profit	3,504	3,429	3,707	4,028
Norm profit	3,504	3,429	3,707	4,028
Consensus NP	—	3,253	3,665	4,047
Diff frm *cons (%)*	—	*5.4*	*1.1*	*(0.5)*
Prev. Norm profit	—	3,653	4,019	4,439
Chg frm prev (%)	—	*(6.1)*	*(7.8)*	*(9.3)*
Norm EPS (Bt)	1.2	1.1	1.2	1.3
Norm EPS grw (%)	8.7	(2.1)	8.1	8.7
Norm PE (x)	27.9	28.5	26.3	24.2
EV/EBITDA (x)	20.8	21.0	19.0	17.7
P/BV (x)	5.1	5.0	5.0	4.9
Div yield (%)	3.4	3.3	3.8	4.1
ROE (%)	18.9	17.8	19.0	20.4
Net D/E (%)	(13.5)	(5.4)	(8.3)	(11.2)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

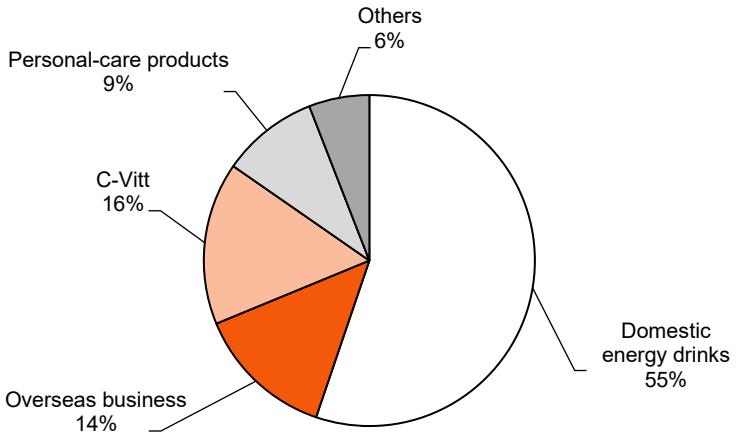
Price *as of* 3-Feb-22 (Bt)	32.50
Market Cap (US$ m)	2,943.8
Listed Shares (m shares)	3,003.8
Free Float (%)	46.6
Avg Daily Turnover (US$ m)	9.3
12M Price H/L (Bt)	38.75/32.00
Sector	Food
Major Shareholder	Osathanugrah family 58%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

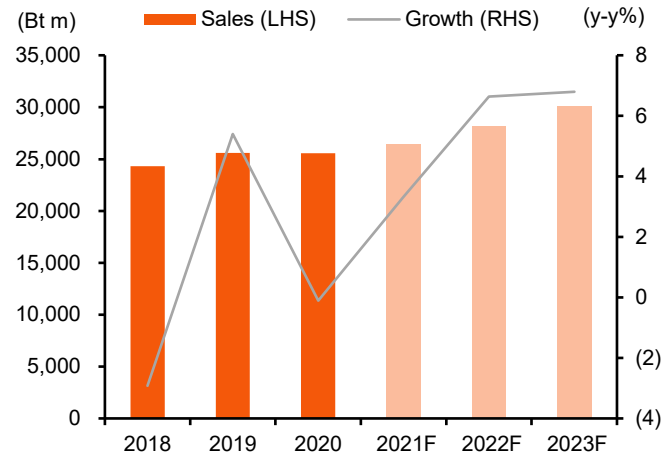
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Sales Breakdown



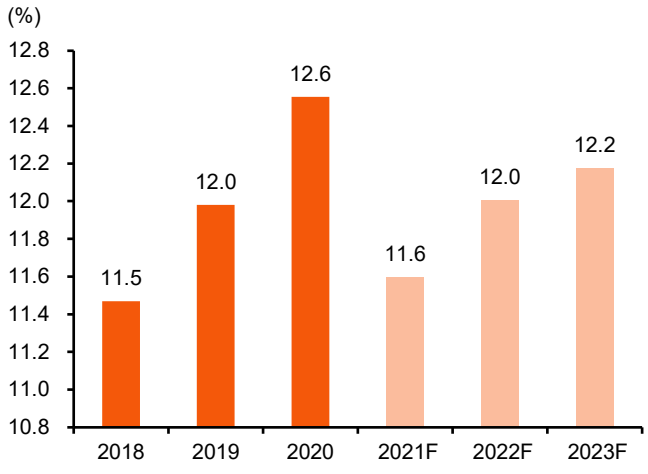
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: OSP's Sales Growth



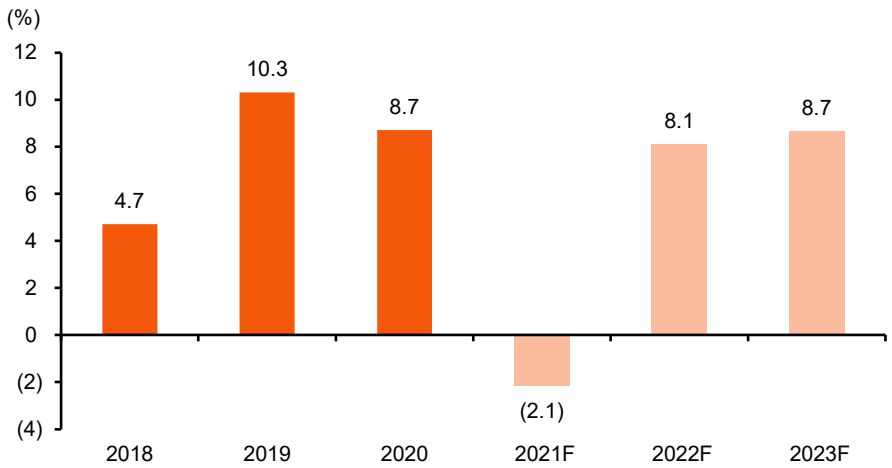
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Net Margin Trend



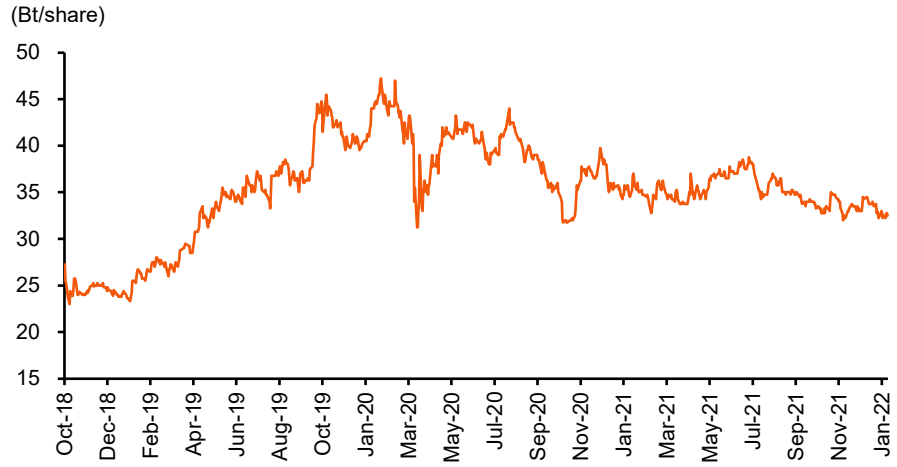
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Earnings Growth



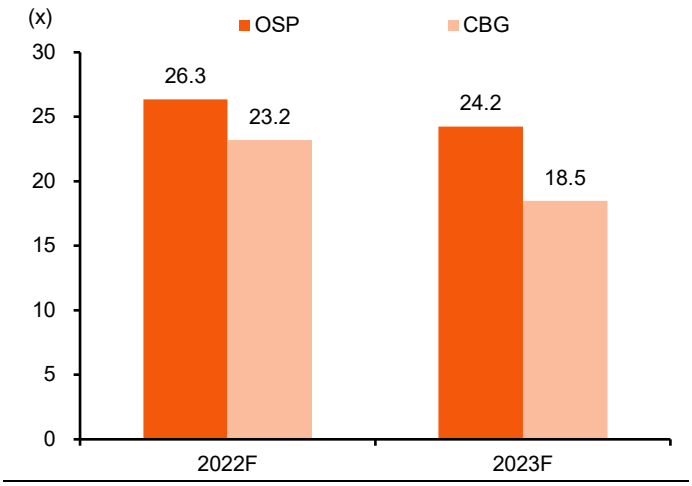
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Share Price Since Listing



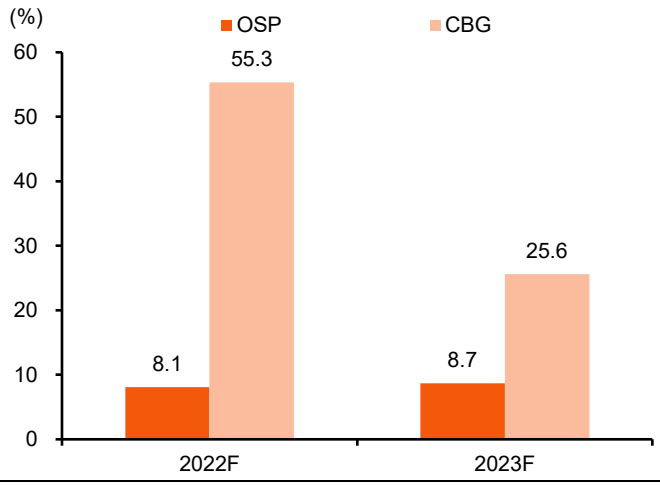
Source: Bloomberg

Ex 6: OSP's Vs. CBG's PE



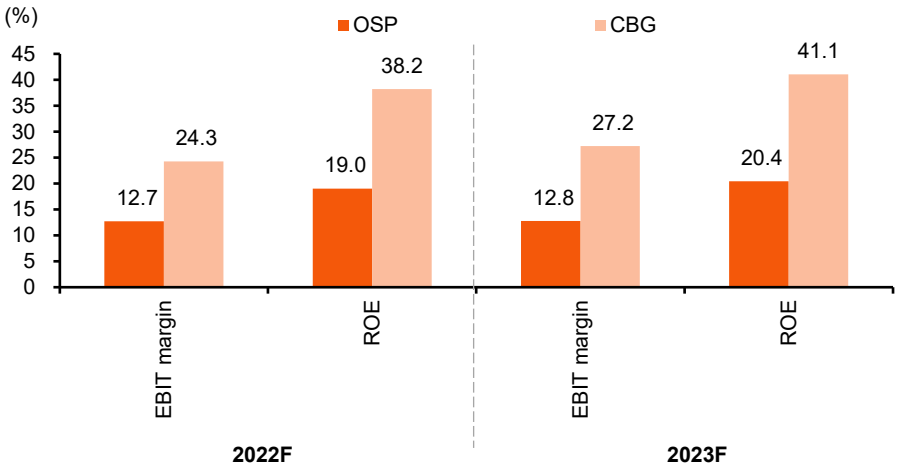
Source: Thanachart estimates

Ex 7: OSP's Vs. CBG's EPS Growth



Source: Thanachart estimates

Ex 8: OSP's Vs. CBG's EBIT Margin And ROE



Source: Thanachart estimates

Ex 9: Revisions To Our Key Assumptions

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Sales (Bt m)					
New	25,610	25,583	26,432	28,186	30,103
Old			26,170	27,689	29,621
Change (%)			*1.0*	*1.8*	*1.6*
Gross margin (%)					
New	34.9	35.3	34.6	35.0	34.8
Old			34.8	35.5	35.4
Change (pp)			*(0.2)*	*(0.5)*	*(0.7)*
SG&A (%)					
New	22.2	22.3	22.4	22.3	22.0
Old			21.7	21.6	21.2
Change (pp)			*0.7*	*0.7*	*0.7*
Normalized profit (Bt m)					
New	3,224	3,504	3,429	3,707	4,028
Old			3,653	4,019	4,439
Change (%)			*(6.1)*	*(7.8)*	*(9.3)*

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2019F

(Bt m)	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	Terminal Value
EBITDA	5,057	5,382	5,913	6,494	7,107	7,722	8,296	9,013	9,753	10,393	11,098	—
Free cash flow	4,234	4,604	5,096	5,684	6,307	6,958	7,583	8,296	9,062	9,803	9,489	128,593
PV of free cash flow	4,223	3,908	3,984	4,094	4,092	4,140	4,137	4,151	4,159	4,126	3,486	47,237

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	0.8
WACC (%)	8.5
Terminal growth (%)	2.0
Enterprise value - add investments	91,738
Net debt (2021F)	(1,051)
Minority interest	105
Equity value	92,684
# of shares (m)	3,004
Equity value/share (Bt)	**31**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 11: Valuation Comparison With Regional Peers

			EPS growth		—— PE ——		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield—	
Name	**BBG code**	**Country**	**21F**	**22F**	**21F**	**22F**	**21F**	**22F**	**21F**	**22F**	**21F**	**22F**
			(%)	**(%)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(%)**	**(%)**
Beverage												
Suntory Beverage & Food	2587 JP	Japan	30.6	6.3	20.5	19.3	1.7	1.6	4.6	7.4	1.7	1.8
Coca-Cola	KO US	US	17.2	6.3	26.8	25.2	11.7	11.1	23.3	21.5	2.7	2.8
PepsiCo	PEP US	US	13.1	7.8	28.1	26.1	14.9	13.0	19.3	18.0	2.4	2.5
Sappe PCLs	SAPPE TB	Thailand	14.1	11.2	17.9	16.1	2.6	2.4	8.4	7.7	2.5	3.0
Carabao Group PCL*	CBG TB	Thailand	(18.9)	55.3	36.0	23.2	9.7	8.2	26.0	17.5	1.9	2.9
Osotspa PCL*	OSP TB	Thailand	(2.1)	8.1	28.5	26.3	5.0	5.0	21.0	19.0	3.3	3.8
Average			**9.0**	**15.8**	**26.3**	**22.7**	**7.6**	**6.9**	**17.1**	**15.2**	**2.4**	**2.8**
Supply Chain Management												
Indofood CBP Sukses	ICBP IJ	Indonesia	(0.6)	11.1	15.2	13.6	3.0	2.7	10.9	10.1	3.0	3.4
Average			**(0.6)**	**11.1**	**15.2**	**13.6**	**3.0**	**2.7**	**10.9**	**10.1**	**3.0**	**3.4**
Personal Care												
Johnson & Johnson	JNJ US	US	7.1	4.6	16.5	15.7	5.7	5.2	12.6	12.1	2.5	2.7
Colgate-Palmolive	CL US	US	3.4	8.4	25.0	23.0	75.7	11.9	16.6	15.7	2.3	2.4
Procter & Gamble	PG US	US	4.4	8.5	27.5	25.4	9.0	8.8	19.5	18.2	2.2	2.3
Unilever NV	UNA NA	Netherlands	na	5.3	18.2	17.3	8.4	7.8	12.5	12.0	3.7	3.9
Average			**5.0**	**6.7**	**21.8**	**20.4**	**24.7**	**8.4**	**15.3**	**14.5**	**2.7**	**2.8**
Average - All			**6.8**	**12.1**	**23.7**	**21.0**	**13.4**	**7.1**	**15.9**	**14.5**	**2.6**	**2.9**

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

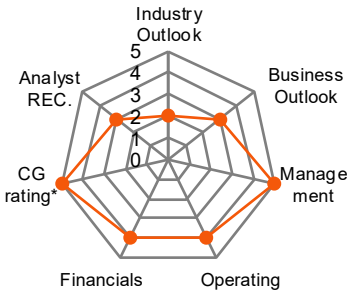
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

OSP ผลิตและจัดจำหน่ายเครื่องดื่มที่ไม่มีแอลกอฮอล์ ได้แก่ เครื่องดื่มชูกำลัง การแฟนกระป๋องพร้อมดื่ม เครื่องดื่มเกลือแร่ และน้ำดื่มชนิดอื่นๆ นอกจากนี้ OSP ผลิตและจัดจำหน่ายสินค้าเครื่องใช้ส่วนบุคคลในกลุ่มสำหรับเด็กแรกเกิดและผู้หญิง โดย OSP ขายสินค้าทั้งในไทยและส่งออก OSP มีธุรกิจรับจ้างผลิตและจัดจำหน่ายเช่นกัน

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale	
Very Strong	5
Strong	4
Good	3
Fair	2
Weak	1
None	0

Source: Thanachart; *no CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีสถานะแข็งแกร่งในตลาดเครื่องดื่มและสินค้าของใช้ส่วนบุคคลในประเทศ
- มีทีมผู้บริหารที่ประสบการณ์
- มีงบดุลที่ดี

W — Weakness

- ตลาดเครื่องดื่มชูกำลังและของใช้ส่วนบุคคลแทบไม่มีการเติบโต
- ตลาดเครื่องดื่มชูกำลังของไทยปรับขึ้นราคาได้ยาก

O — Opportunity

- การเติบโตในต่างประเทศ
- การควบรวมกิจการและการเข้าซื้อกิจการ
- เทรนด์การดูแลสุขภาพในประเทศไทย

T — Threat

- ความผันผวนของสกุลเงิน
- การแข่งขันที่รุนแรงของตลาดเครื่องดื่มชูกำลัง
- ภาษีน้ำตาลที่สูงขึ้นสำหรับเครื่องดื่มชูกำลังและเครื่องดื่มที่มีความหวาน

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	39.08	31.00	-21%
Norm profit 21F (Bt m)	3,253	3,429	5%
Norm profit 22F (Bt m)	3,665	3,707	1%
Consensus REC	**BUY: 15**	**HOLD: 4**	**SELL: 1**

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2021-22F ของเราใกล้เคียงกับของตลาด แต่ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่ามาก เนื่องจากเรามองบวกน้อยลงต่อแนวโน้มการเติบโตของกำไรของ OSP

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเติบโตที่สูงหรือต่ำกว่าที่คาดของธุรกิจเครื่องดื่มชูกำลังและผลิตภัณฑ์ของใช้ส่วนตัวในประเทศของบริษัทฯ จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การระบาดของโควิดไปอีกจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- ความสำเร็จในการขยายธุรกิจใหม่เป็น upside ต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

Improving margin mainly on cost-savings plan

Strong balance sheet

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	25,610	25,583	26,432	28,186	30,103
Cost of sales	16,664	16,554	17,286	18,318	19,642
Gross profit	**8,946**	**9,029**	**9,147**	**9,868**	**10,462**
% gross margin	34.9%	35.3%	34.6%	35.0%	34.8%
Selling & administration expenses	5,688	5,710	5,919	6,288	6,612
Operating profit	**3,258**	**3,319**	**3,228**	**3,580**	**3,850**
% operating margin	12.7%	13.0%	12.2%	12.7%	12.8%
Depreciation & amortization	958	1,244	1,380	1,477	1,532
EBITDA	**4,216**	**4,563**	**4,608**	**5,057**	**5,382**
% EBITDA margin	16.5%	17.8%	17.4%	17.9%	17.9%
Non-operating income	541	546	542	564	602
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(13)	(65)	(86)	(71)	(36)
Pre-tax profit	**3,786**	**3,799**	**3,683**	**4,072**	**4,415**
Income tax	718	587	619	688	751
After-tax profit	**3,068**	**3,212**	**3,065**	**3,384**	**3,665**
% net margin	12.0%	12.6%	11.6%	12.0%	12.2%
Shares in affiliates' Earnings	164	225	297	353	389
Minority interests	(9)	67	68	(30)	(25)
Extraordinary items	35	0	0	0	0
NET PROFIT	**3,259**	**3,504**	**3,429**	**3,707**	**4,028**
Normalized profit	**3,224**	**3,504**	**3,429**	**3,707**	**4,028**
EPS (Bt)	1.1	1.2	1.1	1.2	1.3
Normalized EPS (Bt)	1.1	1.2	1.1	1.2	1.3

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	9,338	9,179	8,259	8,683	9,060
Cash & cash equivalent	4,119	3,531	2,400	2,500	2,500
Account receivables	3,628	3,505	3,622	3,862	4,125
Inventories	1,523	2,077	2,168	2,248	2,356
Others	68	67	69	74	79
Investments & loans	3,887	2,782	2,852	2,922	2,992
Net fixed assets	8,925	12,358	13,478	13,001	12,469
Other assets	2,174	1,537	1,690	1,775	1,864
Total assets	**24,324**	**25,855**	**26,279**	**26,381**	**26,384**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	5,256	4,557	4,683	4,908	5,222
Account payables	4,829	4,094	4,275	4,530	4,858
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	0	66	97	63	19
Others current liabilities	427	397	311	315	345
Total LT debt	**121**	**851**	**1,252**	**805**	**246**
Others LT liabilities	924	1,119	854	911	973
Total liabilities	**6,301**	**6,526**	**6,789**	**6,624**	**6,442**
Minority interest	152	105	105	135	160
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	3,004	3,004	3,004	3,004	3,004
Share premium	0	0	0	0	0
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	11,491	12,575	12,575	12,575	12,575
Retained earnings	**3,376**	**3,645**	**3,806**	**4,043**	**4,203**
Shareholders' equity	17,871	19,224	19,385	19,622	19,782
Liabilities & equity	**24,324**	**25,855**	**26,279**	**26,381**	**26,384**

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	3,786	3,799	3,683	4,072	4,415
Tax paid	(830)	(671)	(568)	(692)	(719)
Depreciation & amortization	958	1,244	1,380	1,477	1,532
Chg In w orking capital	135	(1,166)	(27)	(64)	(44)
Chg In other CA & CL / minorities	199	350	225	356	381
Cash flow from operations	**4,248**	**3,557**	**4,693**	**5,149**	**5,566**
Capex	(3,365)	(4,677)	(2,500)	(1,000)	(1,000)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(1,279)	1,105	(70)	(70)	(70)
Adj for asset revaluation	0	(58)	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	24	782	(417)	(27)	(26)
Cash flow from investments	**(4,620)**	**(2,848)**	**(2,987)**	**(1,097)**	**(1,096)**
Debt financing	(21)	796	432	(482)	(602)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(3,124)	(3,304)	(3,269)	(3,470)	(3,868)
Warrants & other surplus	(352)	1,210	0	0	0
Cash flow from financing	**(3,496)**	**(1,298)**	**(2,837)**	**(3,952)**	**(4,470)**
Free cash flow	**883**	**(1,120)**	**2,193**	**4,149**	**4,566**

VALUATION

PE is at a fair level in our view

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	30.3	27.9	28.5	26.3	24.2
Normalized PE - at target price (x)	28.9	26.6	27.2	25.1	23.1
PE (x)	30.0	27.9	28.5	26.3	24.2
PE - at target price (x)	28.6	26.6	27.2	25.1	23.1
EV/EBITDA (x)	22.2	20.8	21.0	19.0	17.7
EV/EBITDA - at target price (x)	21.1	19.8	20.0	18.1	16.9
P/BV (x)	5.5	5.1	5.0	5.0	4.9
P/BV - at target price (x)	5.2	4.8	4.8	4.7	4.7
P/CFO (x)	23.0	27.4	20.8	19.0	17.5
Price/sales (x)	3.8	3.8	3.7	3.5	3.2
Dividend yield (%)	3.1	3.4	3.3	3.8	4.1
FCF Yield (%)	0.9	(1.1)	2.2	4.3	4.7
(Bt)					
Normalized EPS	1.1	1.2	1.1	1.2	1.3
EPS	1.1	1.2	1.1	1.2	1.3
DPS	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3
BV/share	5.9	6.4	6.5	6.5	6.6
CFO/share	1.4	1.2	1.6	1.7	1.9
FCF/share	0.3	(0.4)	0.7	1.4	1.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

EPS growth trend doesn't look exciting

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	5.4	(0.1)	3.3	6.6	6.8
Net profit (%)	8.4	7.5	(2.1)	8.1	8.7
EPS (%)	(3.7)	7.5	(2.1)	8.1	8.7
Normalized profit (%)	10.3	8.7	(2.1)	8.1	8.7
Normalized EPS (%)	(2.1)	8.7	(2.1)	8.1	8.7
Dividend payout ratio (%)	92.2	94.3	94.3	100.0	100.0
Operating performance					
Gross margin (%)	34.9	35.3	34.6	35.0	34.8
Operating margin (%)	12.7	13.0	12.2	12.7	12.8
EBITDA margin (%)	16.5	17.8	17.4	17.9	17.9
Net margin (%)	12.0	12.6	11.6	12.0	12.2
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
Interest coverage - EBIT (x)	255.4	50.8	37.4	50.2	105.6
Interest coverage - EBITDA (x)	330.5	69.8	53.4	70.9	147.7
ROA - using norm profit (%)	13.5	14.0	13.2	14.1	15.3
ROE - using norm profit (%)	17.9	18.9	17.8	19.0	20.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	17.1	17.3	15.9	17.4	18.6
- asset turnover (x)	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1
- operating margin (%)	14.8	15.1	14.3	14.7	14.8
- leverage (x)	1.3	1.4	1.4	1.4	1.3
- interest burden (%)	99.7	98.3	97.7	98.3	99.2
- tax burden (%)	81.0	84.5	83.2	83.1	83.0
WACC (%)	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
ROIC (%)	25.8	20.2	16.2	16.2	17.8
NOPAT (Bt m)	2,640	2,806	2,686	2,975	3,195
invested capital (Bt m)	13,873	16,610	18,334	17,989	17,547

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an “Overweight” sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. “Underweight” is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. “Neutral” is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 105 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2202A, ADVA16C2202A, ADVA16C2203A, AOT16C2202A, AOT16C2204A, BAM16C2204A, BANP16C2202A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BEC16C2204A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2202A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CHG16C2202A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2202A, DTAC16C2203A, EA16C2203A, EA16C2205A, ESSO16C2202A, GLOB16C2203A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2202A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2202A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HMPR16C2202A, INTU16C2202A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2202A, IVL16C2203A, JAS16C2202A, JMAR16C2202A, JMAR16C2205A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2202A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, KTC16C2202A, LH16C2202A, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MTC16C2202A, MTC16C2204A, OR16C2202A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTTE16C2203A, RBF16C2202A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016C2203A, S5016C2203B, S5016C2206A, S5016P2203A, S5016P2203B, S5016P2206A, SAWA16C2202A, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, STA16C2203A, STEC16C2204A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TRUE16C2203B, TU16C2202A, TU16C2204A, WHA16C2202A, WHA16C2204A (underlying securities are ACE, ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, 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, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RBF, RCL, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPALI, STA, STEC, STGT, SYNEX, TOP, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาต จากัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จากัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จากัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 21.2 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมู่ศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต 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 นิจการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Thematic Research, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เดินเรือ
พัทธดนย์ บุนนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย์
พรรณารายณ์ ติยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง
รตา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
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

พลังงาน , ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แปล
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒน์หิรัญกุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลลิ์ 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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลิภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุศล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุเนตร รักษาวัด
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
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