

SELL (From: HOLD)**TP: Bt 4.90**

(From: Bt 6.40)

Change in Recommendation

Downside : 11.7%

8 FEBRUARY 2022

VGI Public Co Ltd (VGI TB)

ปรับคำแนะนำเป็น “ขาย”

VGI กลายเป็นกลุ่มบริษัทจากการลงทุนใหม่ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา และเรารวมความเสี่ยงที่จะถูกปรับลดประเมินมูลค่า และด้วยการประกาศเพิ่มทุนล่าสุด เราปรับลดคำแนะนำหุ้นเป็น “ขาย” ราคาเป้าหมายที่ 4.90 บาท/หุ้น

ปรับลดคำแนะนำเป็น “ขาย”

เราปรับลดคำแนะนำสำหรับ VGI เป็น “ขาย” (จาก ถือ) เนื่องจาก 1) EPS dilution 23% จากการเสนอขายหุ้น 10 หุ้นเดิม ต่อ 3 หุ้นใหม่ ในราคา 5 บาท/หุ้น 2) สื่อนอกบ้าน (OOH) สูญเสียส่วนแบ่งตลาดให้กับสื่อออนไลน์ 3) การปรับลดกำไรลง 32/12% ในปี FY23-24F (VGI สิ้นงวดเดือน มีนาคม) โดยส่วนใหญ่มาจากกำไรจากบมจ. เคอรี่ เอ็กซ์เพรส (ประเทศไทย) (KEX) ที่ลดลง 4) Valuation อาจถูก de-rate หลังจากกลายเป็นกลุ่มบริษัท แม้เราจะปรับมาใช้ฐานปี FY23F แต่ปัจจุบันเราให้มูลค่า VGI โดยใช้วิธี SOTP-derived DCF-based ได้ที่ 4.9 บาท/หุ้น (จาก 6.4 บาท)

ราคาเป้าหมาย SOTP ของเรายู่ที่ 4.9 บาท

ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา VGI ได้ลงทุนในธุรกิจใหม่ตั้งแต่การโฆษณา โฆษณา โฆษณา และ Payment ค้าปลีกไอที และสินค้าดิจิทัล ราคาเป้าหมายปี FY23F ที่ 4.9 บาท ของเรา คิดเป็นมูลค่าธุรกิจดังต่อไปนี้ เราให้ PE ที่ 35 เท่า สำหรับกำไรของธุรกิจสื่อออกบ้านในปี FY25F เมื่อเราคาดว่าส่วนตัวกลับสู่ระดับก่อนเกิดโควิด เราให้ PE ที่ 25 เท่า แก่กำไรของ Fanslink ซึ่ง VGI ถือหุ้น 46% ในปี FY23F และ 34 เท่า แก่ Jay Mart (ถือหุ้น 15%) ซึ่งทั้งสองอยู่ในธุรกิจค้าปลีกไอที แต่เราให้มูลค่า Fanslink ที่ต่ำกว่าผู้เล่นชั้นนำอย่าง COM7 ซึ่งคุณพัทธดนย์ บุนนาค นักวิเคราะห์ของเราให้ราคาเป้าหมายที่ระดับ PE ที่ 34 เท่า เนื่องจากเราคาดว่า KEX จะขาดทุนในอุตสาหกรรมจัดส่งพัสดุตัว เราจึงให้มูลค่าที่ P/BV ที่ 1.2 เท่า นอกจากนี้เราลดมูลค่า SOTP ของ VGI ลง 15% เนื่องจากการกลายเป็นบริษัทโฮลดิ้ง (Exhibit 3)

กลายเป็นกลุ่มบริษัท (Conglomerate)

อาณาจักรธุรกิจของ VGI ได้ขยายไปไกลกว่าตลาดสื่อออกบ้าน ซึ่ง VGI ยังถือหุ้นในสัดส่วน 19% ในบมจ. แพลน บี มีเดีย (PLANB “ขาย”) และถือหุ้น 27% ในบมจ. มาสเตอร์ แอด (MACO, non-rated) โดยมีส่วนแบ่งตลาดรวมกันมากกว่า 50% นอกจากนี้ VGI ยังมีสัดส่วนการถือหุ้น 77% ใน Rabbit Cash ซึ่งทำธุรกิจให้สินค้าสวัสดิการพนักงาน และธุรกิจนาโนไฟแนนซ์ และถือหุ้น 18% ใน KEX อีกด้วย จากนั้นบริษัทฯ ได้ขยายไปสู่ธุรกิจค้าปลีกไอทีผ่าน Fanslink ผู้จัดจำหน่ายสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ออนไลน์สัญชาติจีน และ JMART ซึ่งมีร้านจำหน่ายโทรศัพท์มือถือกว่า 212 สาขาทั่วประเทศ อย่างไรก็ตามธุรกิจเหล่านี้ยังคงให้กำไรสุทธิที่ต่ำดังแสดงใน Exhibit 3

สื่อออกบ้านฟื้นตัว

เม็ดเงินโฆษณาผ่านสื่อออกบ้านฟื้นตัวตั้งแต่ 4Q21 โดย occupancy rate ของ VGI เพิ่มขึ้นจาก 28% ใน 3Q21 มาอยู่ที่ระดับคุ่มหุ้นที่ 40-45% ใน 4Q21 แต่อย่างไรก็ตาม เนื่องจากความกังวลของเราต่อการระบอบอย่างต่อเนื่องของโควิด-19 และการสูญเสียส่วนแบ่งตลาดของสื่อออกบ้านให้แก่สื่อออนไลน์ เราจึงคาดว่า occupancy rate ของ VGI จะคงอยู่ ฟื้นตัวเป็น 50/78% ในปี FY23-24F ซึ่งหมายความว่ารายได้สื่อออกบ้านจะฟื้นตัวเป็น 64/87% ของระดับก่อนเกิดโควิด-19

**SAKSID PHADTHANANARAK**

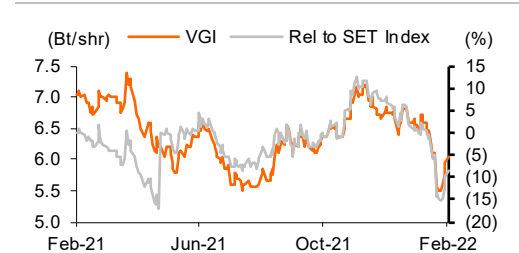
662 – 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Mar (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	2,480	3,949	6,148	7,236
Net profit	980	(46)	649	1,232
Consensus NP	—	304	895	1,390
Diff frm cons (%)	—	na	(27.4)	(11.4)
Norm profit	184	(138)	649	1,232
Prev. Norm profit	—	449	958	1,392
Chg frm prev (%)	—	na	(32.2)	(11.6)
Norm EPS (Bt)	0.02	(0.01)	0.06	0.1
Norm EPS grw (%)	(85.7)	na	na	89.6
Norm PE (x)	274.1	na	95.7	50.4
EV/EBITDA (x)	126.2	81.9	37.5	29.2
P/BV (x)	3.0	2.1	2.1	2.0
Div yield (%)	0.3	0.0	0.2	1.5
ROE (%)	1.3	na	2.2	4.1
Net D/E (%)	(1.8)	(20.5)	(21.7)	(23.6)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 8-Feb-22 (Bt)	5.55
Market Cap (US\$ m)	1,451.1
Listed Shares (m shares)	8,611.2
Free Float (%)	39.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	6.0
12M Price H/L (Bt)	7.10/5.28
Sector	Media
Major Shareholder	BTS & BTSC 51.6%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



Ex 1: Key Assumption Changes

FY ending March	FY20	FY21	FY22F	FY23F	FY24F
Sales (Bt bn)					
New	4.0	2.5	3.9	6.1	7.2
Old			2.9	3.7	4.4
Change (%)			38.4	64.9	63.8
Gross margin (%)					
New	51.3	31.7	23.7	29.2	34.5
Old			39.5	43.7	47.3
Change (pp)			(15.8)	(14.5)	(12.8)
Equity income (loss) (Bt m)					
New	131	10	(45.5)	194.5	357.5
Old			181.5	258.6	321.3
Change (pp)			na	(24.8)	11.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: VGI's Businesses

ADVERTISING	PAYMENT	LOGISTICS	RETAIL
No. 1 Powerhouse in Bangkok Nationwide Mass Media Data-driven Online Media Activation Media	Transaction Behaviour Central Loyalty Program Unique Online Data Source	Direct to Customer One-on-One Communication	Technology Gadget Distributor Omni-channel Commerce

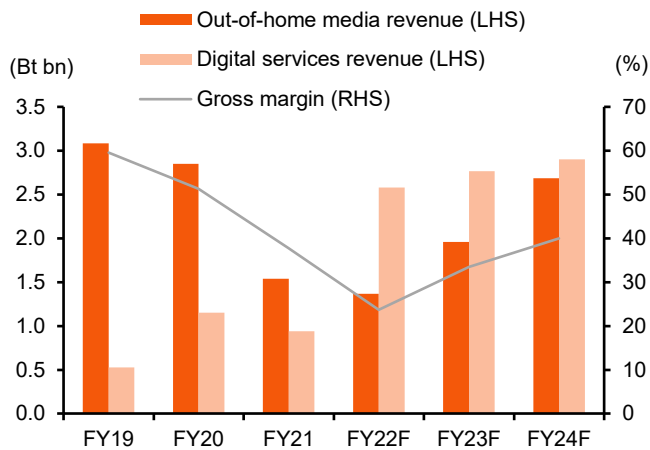
Source: Company data

Ex 3: PE Multiples We Apply For Each Of VGI's Businesses

	Earnings contribution to VGI		Per VGI share		Applied PE (x)	Applied P/BV (x)	Target price (Bt/share)
	FY23F (Bt m)	FY25F (Bt m)	FY23F (Bt m)	FY25F (Bt m)			
VGI's OOH business	344	973	0.03	0.09	35 in FY25F		3.0
VGI's Associates							
Fanslink	42	125	0.00	0.00	25 in FY23F		0.1
JMART	291	436	0.03	0.04	34 in FY23F		0.9
KEX	(72)	(36)	(0.01)	(0.00)		1.2x in FY22F	1.2
Total							5.2
15% discount to associates' value							(0.3)
VGI's Target price							4.9

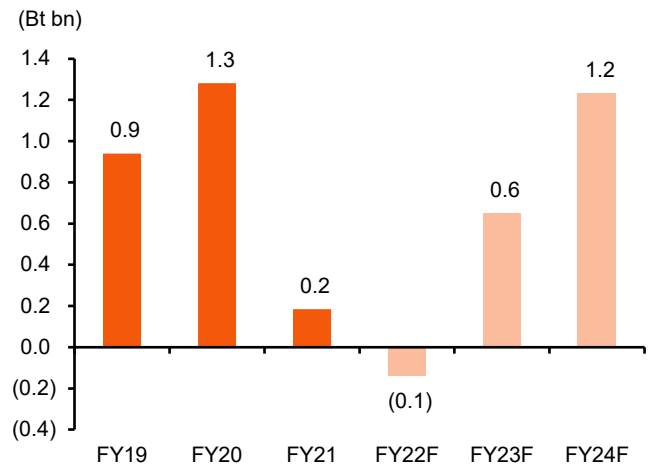
Source: Thanachart estimates

Ex 4: VGI's Revenue Breakdown Vs. Gross Margin



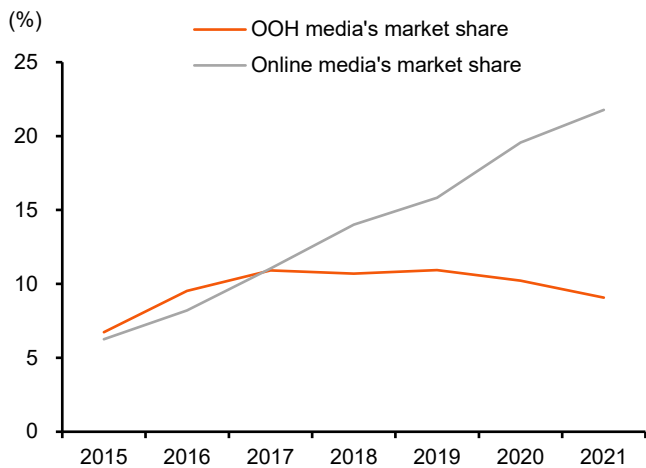
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: VGI's Normalized Earnings



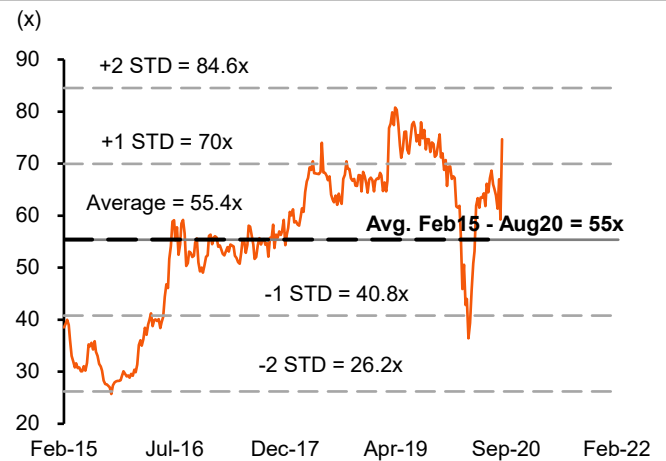
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: OOH Media Losing Market Share



Source: Nielsen

Ex 7: VGI's PE Standard Deviation



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 8: 12-month DCF-based TP Calculation, Using a Base Year of FY23F

(Bt m)	FY22F	FY23F	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F	FY29F	FY30F	FY31F	FY32F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	561	1,483	1,881	2,079	2,190	2,306	2,229	2,320	2,408	2,559	2,711	—
Free cash flow	(6,238)	599	1,015	1,239	1,366	1,472	1,451	1,472	1,532	1,657	1,781	41,079
PV of free cash flow	—	598	881	989	1,011	1,010	924	869	839	809	803	11,491
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	7.4											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	24,747											
Net debt (FY22F)	(6,096)											
Minority interest	401											
Equity value	30,442											
# of shares (m)	11,194											
Target price/share (Bt)	2.7											

Sum-of-the-parts	% holding	(Bt m)
Enterprise value from media business		24,747
Investment equity value		24,641
KEX	18.1%	10,684
PLANB	18.6%	3,315
MACO	26.6%	856
JMART	15.0%	9,786
Total enterprise value		49,387
(Less) Net debt		(6,096)
(Less) Minority interest		401
Total enterprise value		55,082
# of shares (fully diluted) (m shares)		11,194
Sum-of-the-parts (Bt/share)		4.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 9: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. yield	
			21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Entertainment Ne	ENIL IN	India	na	na	na	20.2	1.1	1.0	11.7	6.1	0.8	2.0
Sun TV Network	SUNTV IN	India	10.3	8.2	11.8	10.9	2.6	2.3	7.0	6.1	4.4	5.0
Zee Entertainment	Z IN	India	50.0	27.0	21.7	17.1	2.4	2.2	13.6	11.2	1.2	1.4
Surya Citra Media	SCMA IJ	Indonesia	17.4	11.2	15.6	14.0	4.6	3.5	11.6	10.7	3.6	2.8
Media Nusantara	MNCN IJ	Indonesia	19.4	13.7	5.2	4.6	0.7	0.6	4.0	3.7	2.5	3.6
Beijing Gehua	600037 CH	China	(15.3)	140.0	80.0	33.3	0.9	0.9	5.6	4.2	0.4	1.0
Media Prima Bhd	MPR MK	Malaysia	na	40.3	12.5	8.9	0.8	0.7	2.4	2.3	0.5	1.7
BEC World*	BEC TB	Thailand	na	33.7	38.6	28.9	5.0	4.8	9.1	8.4	2.3	3.1
MAJOR Cineplex*	MAJOR TB	Thailand	na	34.1	23.0	17.2	2.6	2.4	13.1	10.3	2.6	4.7
Plan B Media*	PLANB TB	Thailand	na	na	na	66.7	4.7	4.5	12.7	10.4	0.0	0.7
RS Pcl*	RS TB	Thailand	(72.0)	222.1	124.8	38.7	8.8	8.0	31.7	18.8	0.6	2.1
VGI Pcl**	VGI TB	Thailand	na	na	na	95.7	2.1	2.1	81.9	37.5	0.0	0.2
Workpoint Ent**	WORK TB	Thailand	na	na	na	287.8	2.3	2.3	16.6	13.9	0.0	0.2
Average			1.6	58.9	37.0	49.5	3.0	2.7	17.0	11.0	1.5	2.2

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth

** VGI's fiscal year ends in March

Based on 8-Feb-2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท วีจีไอ จำกัด (มหาชน) (VGI) เป็นบริษัทในเครือของ BTS ซึ่งเป็นผู้ที่ได้รับสิทธิในการบริหารพื้นที่โฆษณาบนสถานีรถไฟฟ้าของ BTS ซึ่งรวมถึงสถานีและขบวนรถไฟ VGI จ่ายค่า license fee 5% ของรายได้ที่ได้จากธุรกิจ BTS ให้ BTS Group และเพิ่มขึ้น 5% ทุกๆ 5 ปี จนถึง 20% ด้วยพันธมิตรทางธุรกิจ ทำให้ VGI ครองส่วนแบ่งตลาดในตลาดสื่อโฆษณานอกบ้านมากที่สุดในประเทศไทย นอกจากนี้ บริษัทยังได้ขยายธุรกิจไปสู่ธุรกิจ Payment โลจิสติกส์ การค้าปลีกไอที และสินเชื่อดิจิทัล อีกด้วย

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- โมเดลธุรกิจมีความเสี่ยงต่ำอย่างมาก เนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่มาจากการดำเนินธุรกิจสื่อโฆษณาให้กับบริษัทแม่ BTS
- ครองพื้นที่โฆษณาของ BTS VGI จึงมีการประหยัดจากขนาดซึ่งทำให้มีความสามารถในการแข่งขันสูง เทียบกับสื่อโฆษณานอกบ้านประเภทอื่น
- เป็นธุรกิจที่สร้างกระแสเงินสดแข็งแกร่ง

O — Opportunity

- อุปสงค์พื้นที่โฆษณา out-of-home แข็งแกร่งเนื่องจากประชาชนในพื้นที่กรุงเทพฯ ใช้เวลานานอกบ้านมากขึ้น
- การขยายของสถานีรถไฟฟ้าและสาขาของค้าปลีก โอกาสการเติบโตของ VGI
- ฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง เป็นโอกาสการทำ M&A และขยายธุรกิจในต่างประเทศ

CONSENSUS COMPARISON

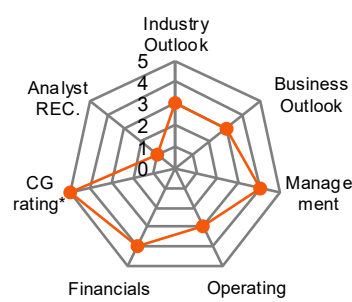
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	6.47	4.90	-24%
Net profit 22F (Bt m)	304	(46)	na
Net profit 23F (Bt m)	895	649	-27%
Consensus REC	BUY: 9	HOLD: 5	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรของเราสำหรับปี FY22-23F นั้นต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเราคาดว่าเม็ดเงินโฆษณาผ่านสื่อโฆษณานอกบ้านจะฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป ในขณะที่เราคาดว่าจะมีผลขาดทุนจาก KEX
- ตั้งนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

Rating Scale

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

W — Weakness

- เนื่องด้วยธุรกิจส่วนใหญ่อาศัยบริษัทแม่ BTS จึงมีความเสี่ยงในเรื่องความโปร่งใส
- รถไฟฟ้า BTS มีความเสี่ยงด้านความไม่สงบทางการเมืองที่อาจส่งผลให้การให้บริการรถไฟฟ้าหยุดชะงัก ซึ่งส่งผลต่อธุรกิจสื่อโฆษณาของ VGI ในทางอ้อม

T — Threat

- การตัดเม็ดเงินโฆษณาจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจและการบริโภคเป็นปัจจัยลบต่ออัตราการโฆษณาและการเพิ่มขึ้นของอัตราค่าโฆษณาของ VGI ในระยะสั้น
- สื่อโฆษณานอกบ้านสูญเสียส่วนแบ่งตลาดให้แก่สื่อออนไลน์

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การควบคุมการระบาดของโควิด-19 ที่เร็วกว่าคาด จะเป็น upside risk ต่อความเชื่อมั่นและการใช้จ่ายโฆษณาของผู้โฆษณา
- การใช้เม็ดเงินโฆษณานั้นยังขึ้นอยู่กับสถานการณ์ทางเศรษฐกิจด้วยการฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่เร็วกว่าคาดจะส่งผลบวกต่อ occupancy rate ของ VGI

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

We forecast VGI's earnings to take three years to get back to the pre-COVID level

FY ending Mar (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	4,000	2,480	3,949	6,148	7,236
Cost of sales	1,948	1,544	3,013	4,353	4,737
Gross profit	2,052	936	936	1,796	2,498
% gross margin	51.3%	37.7%	23.7%	29.2%	34.5%
Selling & administration expenses	984	926	1,145	1,414	1,664
Operating profit	1,068	10	(209)	382	834
% operating margin	26.7%	0.4%	-5.3%	6.2%	11.5%
Depreciation & amortization	411	386	770	1,102	1,047
EBITDA	1,479	397	561	1,483	1,881
% EBITDA margin	37.0%	16.0%	14.2%	24.1%	26.0%
Non-operating income	250	171	100	142	200
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(74)	(73)	(54)	(35)	(35)
Pre-tax profit	1,244	108	(163)	489	998
Income tax	214	8	0	98	200
After-tax profit	1,030	100	(163)	391	799
% net margin	25.7%	4.0%	-4.1%	6.4%	11.0%
Shares in affiliates' Earnings	131	10	(46)	195	358
Minority interests	120	73	71	64	75
Extraordinary items	143	796	92	0	0
NET PROFIT	1,424	980	(46)	649	1,232
Normalized profit	1,281	184	(138)	649	1,232
EPS (Bt)	0.2	0.1	(0.0)	0.1	0.1
Normalized EPS (Bt)	0.1	0.0	(0.0)	0.1	0.1

BALANCE SHEET

After increasing capital, we don't expect VGI to face financial difficulties

FY ending Mar (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	2,607	3,210	9,085	11,106	12,603
Cash & cash equivalent	730	1,461	6,300	6,770	7,500
Account receivables	1,061	794	1,264	1,968	2,316
Inventories	0	0	0	0	0
Others	816	955	1,521	2,368	2,787
Investments & loans	11,851	9,223	9,223	9,223	9,223
Net fixed assets	1,142	1,220	7,200	6,548	5,952
Other assets	1,478	7,755	7,881	7,891	7,901
Total assets	17,077	21,408	33,390	34,769	35,679
LIABILITIES:					
Current liabilities:	2,660	3,183	2,495	3,033	3,152
Account payables	464	399	779	1,125	1,225
Bank overdraft & ST loans	450	0	0	0	0
Current LT debt	239	1,159	204	202	207
Others current liabilities	1,506	1,625	1,512	1,706	1,720
Total LT debt	1,200	0	0	0	0
Others LT liabilities	140	1,161	1,114	1,431	1,592
Total liabilities	3,999	4,345	3,610	4,464	4,744
Minority interest	294	472	401	337	261
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	861	861	1,119	1,119	1,119
Share premium	12,730	12,730	25,387	25,387	25,387
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(2,847)	32	32	32	32
Retained earnings	2,039	2,969	2,841	3,430	4,135
Shareholders' equity	12,784	16,592	29,379	29,968	30,673
Liabilities & equity	17,077	21,408	33,390	34,769	35,679

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Mar (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	1,244	108	(163)	489	998
Tax paid	(312)	110	(3)	96	(185)
Depreciation & amortization	411	386	770	1,102	1,047
Chg In working capital	434	202	(91)	(358)	(249)
Chg In other CA & CL / minorities	(2,750)	(6)	(721)	(652)	(61)
Cash flow from operations	(973)	800	(208)	677	1,550
Capex	429	(465)	(6,750)	(450)	(450)
Right of use	0	(438)	(127)	(10)	(10)
ST loans & investments	83	141	0	0	0
LT loans & investments	153	2,628	0	0	0
Adj for asset revaluation	65	115	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	2,195	(4,471)	482	316	161
Cash flow from investments	2,925	(2,489)	(6,394)	(144)	(299)
Debt financing	(1,339)	(730)	(955)	(3)	6
Capital increase	543	0	12,915	0	0
Dividends paid	(850)	(310)	(82)	(60)	(527)
Warrants & other surplus	(2,092)	3,023	0	0	0
Cash flow from financing	(3,738)	1,983	11,879	(63)	(521)
Free cash flow	(543)	335	(6,958)	227	1,100

VALUATION

FY ending Mar	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	39.3	274.1	na	95.7	50.4
Normalized PE - at target price (x)	34.7	242.0	na	84.5	44.5
PE (x)	35.4	51.4	na	95.7	50.4
PE - at target price (x)	31.2	45.4	na	84.5	44.5
EV/EBITDA (x)	34.8	126.2	81.9	37.5	29.2
EV/EBITDA - at target price (x)	30.8	111.3	71.1	32.6	25.3
P/BV (x)	3.9	3.0	2.1	2.1	2.0
P/BV - at target price (x)	3.5	2.7	1.9	1.8	1.8
P/CFO (x)	(51.8)	63.0	(249.7)	91.8	40.1
Price/sales (x)	11.9	19.3	12.1	7.8	6.6
Dividend yield (%)	1.0	0.3	0.0	0.2	1.5
FCF Yield (%)	(1.1)	0.7	(13.4)	0.4	1.8
(Bt)					
Normalized EPS	0.1	0.0	(0.0)	0.1	0.1
EPS	0.2	0.1	(0.0)	0.1	0.1
DPS	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1
BV/share	1.4	1.8	2.6	2.7	2.7
CFO/share	(0.1)	0.1	(0.0)	0.1	0.1
FCF/share	(0.1)	0.0	(0.7)	0.0	0.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

VGI has always traded at high valuations due to...

...its high profitability and secured media capacity expansion but...

...its PE multiples of 96/50x in FY23-24F look expensive to us

FINANCIAL RATIOS

FY ending Mar	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	10.8	(38.0)	59.3	55.7	17.7
Net profit (%)	29.3	(31.2)	na	na	89.6
EPS (%)	18.3	(31.2)	na	na	89.6
Normalized profit (%)	36.4	(85.7)	na	na	89.6
Normalized EPS (%)	24.8	(85.7)	na	na	89.6
Dividend payout ratio (%)	36.9	17.6	20.0	20.0	75.0
Operating performance					
Gross margin (%)	51.3	37.7	23.7	29.2	34.5
Operating margin (%)	26.7	0.4	(5.3)	6.2	11.5
EBITDA margin (%)	37.0	16.0	14.2	24.1	26.0
Net margin (%)	25.7	4.0	(4.1)	6.4	11.0
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.1	(0.0)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
Interest coverage - EBIT (x)	14.4	0.1	na	11.0	23.6
Interest coverage - EBITDA (x)	20.0	5.4	10.3	42.8	53.3
ROA - using norm profit (%)	6.4	1.0	na	1.9	3.5
ROE - using norm profit (%)	9.7	1.3	na	2.2	4.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	7.8	0.7	na	1.3	2.6
- asset turnover (x)	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
- operating margin (%)	32.9	7.3	na	8.5	14.3
- leverage (x)	1.5	1.3	1.2	1.1	1.2
- interest burden (%)	94.4	59.7	149.9	93.4	96.6
- tax burden (%)	82.8	92.5	na	80.0	80.0
WACC (%)	0.0	0.0	7.4	7.4	7.4
ROIC (%)	6.1	0.1	(1.0)	1.3	2.9
NOPAT (Bt m)	884	10	(167)	305	667
invested capital (Bt m)	13,943	16,289	23,284	23,400	23,381

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 110 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2202A, ADVA16C2202A, ADVA16C2203A, AOT16C2202A, AOT16C2204A, BAM16C2204A, BANP16C2205A, 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, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, ESSO16C2202A, GLOB16C2203A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2202A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2202A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HMPR16C2202A, INTU16C2202A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2202A, IVL16C2203A, JAS16C2202A, JAS16C2206A, 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, TRUE16C2205A, 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 ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิซซิง 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 21.2 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ 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 ทูธนชาติ 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 มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอติวีณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

Thematic Research, 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 บุณนาค
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, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรชดา 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, แพลตฟอร์ม

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฑุณี 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
sunset.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
