

Thailand Energy Drink Sector

ทฤษฎีเกม (Game Theory)

Sector Valuation			Current price	Target price	Norm EPS growth		— Norm PE —		— EV/EBITDA —		— Div yield —	
Company	BBG Code	Rec.	(Bt)	(Bt)	2022F (%)	2023F (%)	2022F (x)	2023F (x)	2022F (x)	2023F (x)	2022F (%)	2023F (%)
Carabao Group	CBG TB	BUY	108.00	138.00	44.1	30.4	26.6	20.4	20.2	15.7	2.5	3.2
Osotspa Pcl	OSP TB	SELL	36.50	31.00	9.1	8.6	29.7	27.3	21.2	19.1	3.4	3.7

Source: Thanachart estimates, Based on 18 March 2022 closing prices

บทวิเคราะห์นี้ เรามุ่งเน้นไปที่กลุ่มเครื่องดื่มชูกำลัง เรามองว่ากลยุทธ์ด้านราคาล่าสุดของ OSP เป็นทฤษฎีเกม (Game Theory) ที่อาจเป็นบวกต่อ CBG ผู้ซึ่งสามารถเลือกที่จะมีส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้น หรือทำตามคู่แข่งในการเพิ่มราคาผลิตภัณฑ์หรือทำทั้งสองอย่างตามลำดับ เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรของ CBG ขึ้น และคงคำแนะนำ "ซื้อ"

ทฤษฎีเกม (Game Theory)

กลุ่มอุตสาหกรรมเครื่องดื่มชูกำลังของไทยมีมูลค่าราว 2.7 หมื่นลบ. โดยมีผู้เล่นหลัก 3 ราย โดยมีบมจ. โอสดสภาค (OSP) ครองตลาดในสัดส่วน 55%, 20% โดย บมจ. คาราบาวกรุ๊ป (CBG) และ 11% โดย Red Bull Thailand เครื่องดื่มชูกำลังในประเทศไทยมีกลุ่มลูกค้าเป้าหมายคือผู้มีรายได้ต่ำที่ต้องพึ่งพาเพื่อนในราคาถูก และราคาสินค้าอยู่ที่ 10 บาท/ขวด ตลอด 30 ปีที่ผ่านมา อัตรากำไรขั้นต้นของผู้ประกอบการอยู่ในช่วง 35-36% กลยุทธ์สำคัญของ OSP ในปีนี้ คือการเพิ่มฐานราคาให้สูงขึ้นเป็น 12 บาท ซึ่งเรามองว่าเป็นทฤษฎีเกมที่ OSP คาดหวังให้คู่แข่งทำตาม โดยเฉพาะท่ามกลางต้นทุนการผลิตที่สูงขึ้น และทุกคนได้ประโยชน์

มุมมองของเรา

เรามองว่าเกมนี้อาจเกิดขึ้นได้ใน 4 กรณี ได้แก่ กรณีที่แรก ซึ่งเป็นกรณีที่ดีที่สุดของ OSP คือเมื่อ CBG และผู้เล่นรายอื่น ดำเนินการปรับราคาขึ้นเช่นกัน และทุกคนมีอัตรากำไรที่สูงขึ้น ขณะที่ส่วนแบ่งตลาดยังคงเหมือนเดิม ซึ่งเรามองว่ากรณีนี้เป็นไปได้น้อยที่สุด ด้วย CBG ยังคงมีอัตรากำไรขั้นต้น และ ROE ที่สูง เราจึงไม่คาดว่า CBG จะดำเนินการตาม กรณีที่สอง กรณีที่ดีสำหรับ OSP ถ้า CBG รอที่จะได้ส่วนแบ่งตลาดก่อนที่จะปรับขึ้นราคาตาม ซึ่ง OSP น่าจะสูญเสียส่วนแบ่งตลาดบางส่วน แต่ยังคงได้ประโยชน์สุทธิต่อกำไรจากการขึ้นราคา ขณะที่กรณีนี้เป็นกรณีที่แย่ที่สุดสำหรับ CBG ซึ่งจะได้ทั้งส่วนแบ่งที่เพิ่มขึ้นและอัตรากำไรที่สูงขึ้น กรณีที่สาม เป็นกรณีที่เลวร้ายสำหรับ OSP คือเมื่อ CBG ตัดสินใจที่จะไม่ปรับขึ้นราคา และได้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้นอย่างมากจนหักล้างประโยชน์ที่ได้จากการปรับขึ้นราคาของ OSP ทั้งหมด กรณีที่สี่ กรณีเลวร้ายที่สุดสำหรับ OSP คือเมื่อสูญเสียส่วนแบ่งตลาดอย่างมากจนต้องยกเลิกนโยบายการขึ้นราคา ซึ่งกรณีนี้จะจบลงด้วยการมีส่วนแบ่งตลาดที่ลดลง และราคาขายเท่าเดิม ซึ่งจากสี่กรณีนี้ส่วนใหญ่ CBG จะได้รับประโยชน์

คาดการณ์กำไรภายใต้กรณีต่าง ๆ

เนื่องจากเพิ่งจะเริ่มต้น และเราไม่ได้มั่นใจว่าจะจบลงที่กรณีใดข้างต้น เราจึงยังคงประมาณการกำไรของ OSP เช่นเดิม ขณะที่ปัจจุบัน CBG ยังคงราคาขาย และเริ่มเห็นการเติบโตของปริมาณขายในบางพื้นที่ เราจึงปรับเพิ่มกำไรของ CBG ขึ้น เนื่องจากได้ประโยชน์ในทุกกรณี โดยเราปรับเพิ่มกำไรของ CBG ขึ้น 4/6/5% จากการมีส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้นเล็กน้อยโดยไม่มีการปรับขึ้นราคา Exhibit 7-11 แสดงให้เห็นถึง earnings sensitivity ของทั้งสองบริษัทภายใต้ 4 กรณีข้างต้น

ชอบ CBG มากกว่า

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" CBG เนื่องจากบริษัท ได้รับประโยชน์ในทุกกรณี ในขณะที่ปรับลดคำแนะนำเป็น "ขาย" สำหรับ OSP (จาก ถือ) ด้วยมีมูลค่าแพง หลังราคาหุ้นปรับขึ้นหลังประกาศกลยุทธ์ด้านราคาเมื่อปลายเดือนก.พ. สำหรับ valuation เรามองว่า CBG น่าสนใจมากกว่า ด้วยซื้อขายที่ 27 เท่า 2022F PE เทียบกับ EPS ที่เติบโต 44% ขณะที่ OSP ซื้อขายที่ 30 เท่า เทียบกับ EPS ที่เติบโต 9%

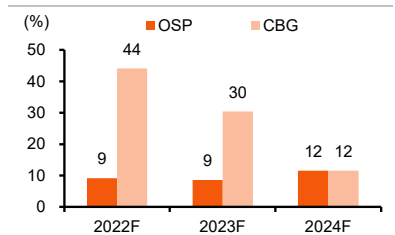


PATTADOL BUNNAK

662 - 483 8298

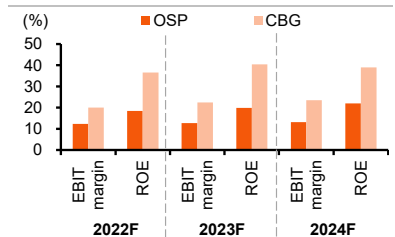
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

Earnings Growth



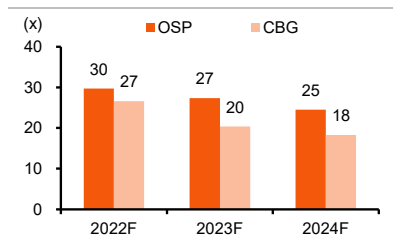
Sources: Company data, Thanachart estimates

EBIT Margin And ROE



Sources: Company data, Thanachart estimates

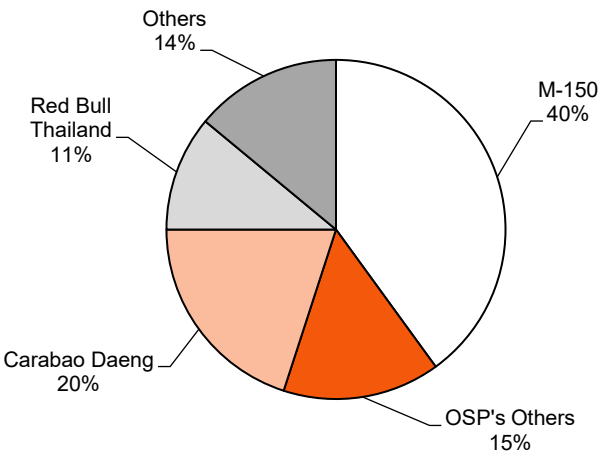
PE



Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Market Share Breakdown



Source: Company data

Ex 2: Examples Of Each Player’s Energy Drink Products

OSP

Main M-150



Lipovitan



Others



CBG

Carabao Daeng

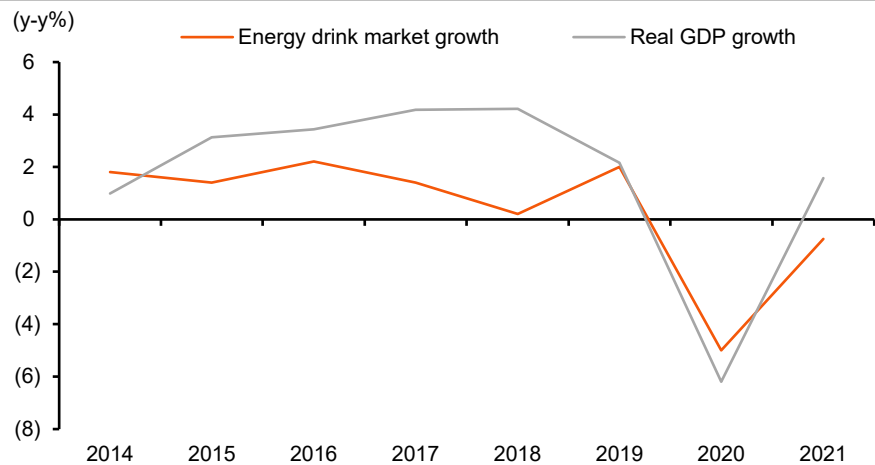


Red Bull Thailand

Krating Daeng (Red Bull in Thai)



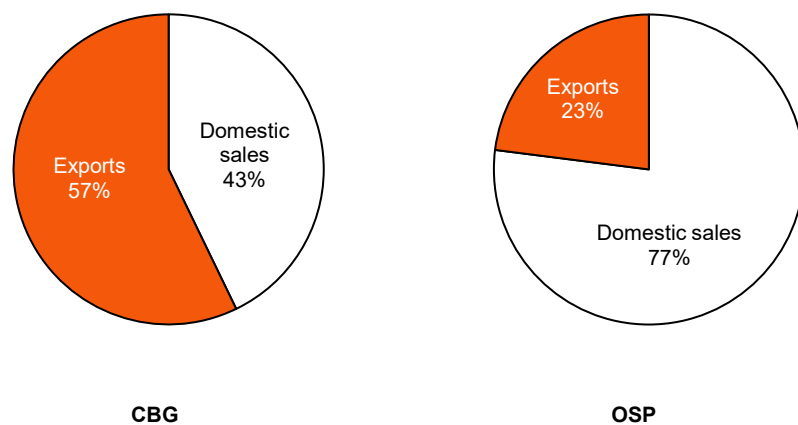
Source: Company data

Ex 3: Energy Drink Market Growth Vs. GDP Growth

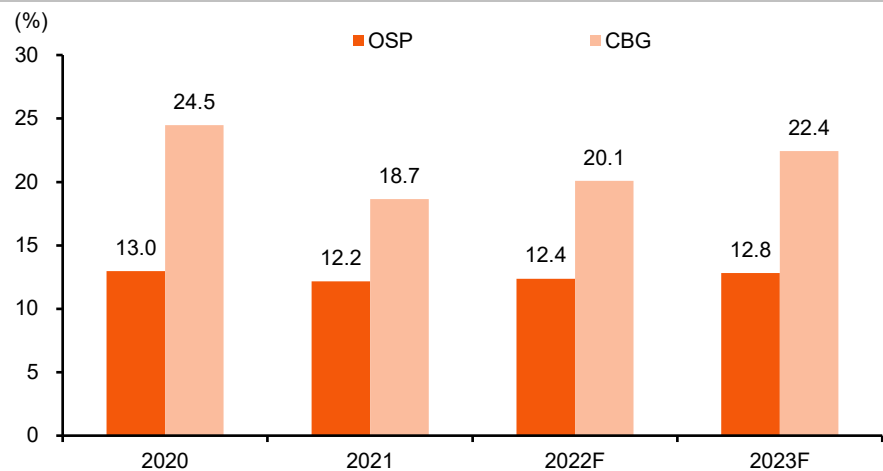
Sources: NESDC, Company data, Thanachart compilation

Ex 4: New Vs. Old M-150

Source: Company data

Ex 5: CBG Vs. OSP's Energy Drink Sales Breakdown

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: CBG Vs. OSP's EBIT Margin

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Case 1 - Price Increases By All Players With The Same Market Share

	Selling price (Bt/unit)		Market share (%)		Upside to earnings (%)		Target price (Bt/share)	
	Existing	New	Before	After	2022F	2023F	Current	Potential
OSP	10	12	40**	—	25	46	31	43
CBG	10	12	20	—	12	18	133	154

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: *We assume it begins in 2H22

**Includes only M-150

Our calculation on CBG is based on its existing market share of 20%

Ex 8: Case 2 – OSP Raises Its Price First And Loses Market Share

	Selling price (Bt/unit)		Market share (%)		Upside to earnings (%)		Target price (Bt/shr)	
	Existing	New	Before	After	2022F*	2023F	Current	Potential
	10	12	40	35	14	27	31	38
	10	12	40	30	5	8	31	33
	10	12	40	25	(5)	(9)	31	29

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: *We assume it begins in 2H22

Ex 9: Case 2 – CBG Raises Its Price Later After Some Market Share Gains

	Selling price (Bt/unit)		Market share (%)		Upside to earnings (%)		Target price (Bt/shr)	
	Existing	New	Before	After	2022F*	2023F	Current	Potential
	10	12	20	21	13	21	133	154
	10	12	20	25	21	33	133	169
	10	12	20	30	30	47	133	186

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: *We assume it begins in 2H22

Our calculation on CBG is based on its existing market share of 20%

Ex 10: Case 3 – CBG Maintains Price And Gains Market Share

Selling price (Bt/unit)		Market share (%)		Upside to earnings (%)		Target price (Bt/shr)	
Existing	New	Before	After	2022F*	2023	Current	Potential
10	—	20	21	1	2	133	136
10	—	20	23**	4	6	133	138**
10	—	20	25	6	10	133	142
10	—	20	30	13	20	133	153
10	—	20	25	19	30	133	166

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: *We assume it begins in 2H22

: ** Our assumption

Our calculation on CBG is based on its existing market share of 20%

Ex 11: Case 4 – OSP Loses Market Share And Later Cuts Price Back To Bt10

Selling price (Bt/unit)		Market share (%)		Upside to earnings (%)		Target price (Bt/shr)	
Existing	New	Before	After	2022F*	2023F	Current	Potential
10	—	40	39	(1)	(3)	31.0	30.4
10	—	40	38	(3)	(5)	31.0	29.8
10	—	40	37	(4)	(8)	31.0	29.1
10	—	40	36	(5)	(10)	31.0	28.8
10	—	40	35	(7)	(13)	31.0	27.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

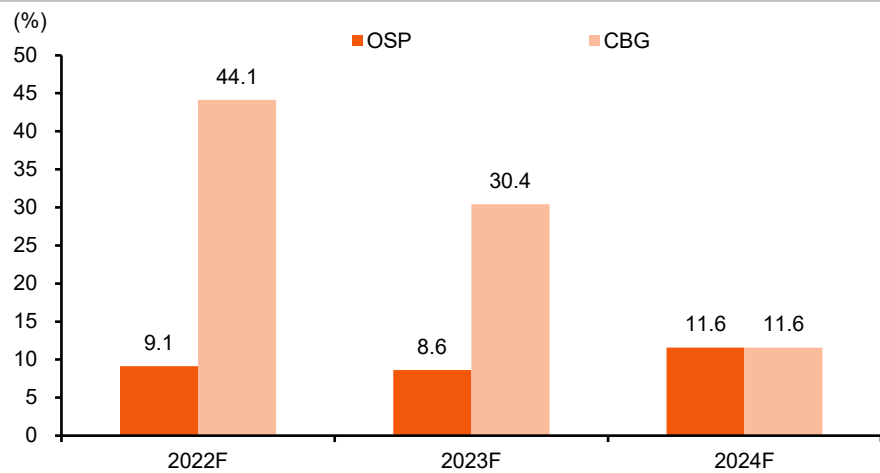
Note: *Assume begins since 2H22

**Include only M-150

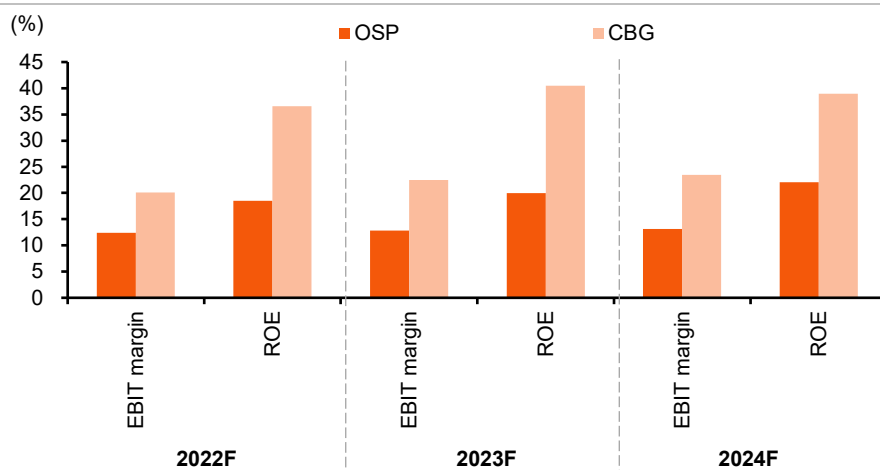
Ex 12: Our Assumption Revisions For CBG

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Sales (Bt m)					
New	17,231	17,364	23,524	27,506	29,348
Old			23,101	26,603	28,418
Change (%)			1.8	3.4	3.3
Gross margin (%)					
New	41.0	35.6	33.1	33.9	34.4
Old			32.9	33.7	34.3
Change (pp)			0.1	0.2	0.1
SG&A to sales (%)					
New	16.5	17.0	13.0	11.4	10.9
Old			13.2	11.8	11.3
Change (pp)			(0.2)	(0.4)	(0.4)
Normalized profits (Bt m)					
New	3,510	2,816	4,058	5,294	5,906
Old			3,910	4,993	5,603
Change (%)			3.8	6.0	5.4

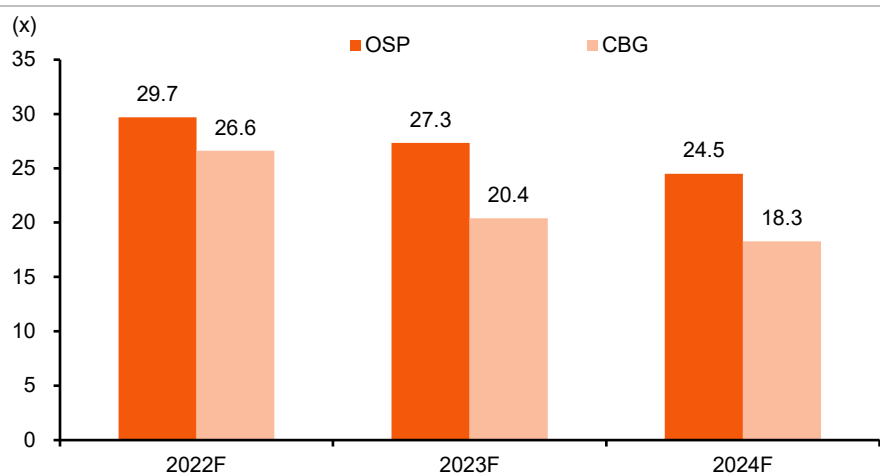
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: CBG's Vs. OSP's Earnings Growth...

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 14: ...EBIT Margin And ROE....

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 15: ...And PE

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 16: Sector Valuation Comparison

		CBG	OSP	Industry
Rating		BUY	SELL	
Target price (Bt)	Thanachart	138.00	31.00	
	Consensus	114.79	38.51	
Consensus rec.	BUY	8.0	15.0	
	HOLD	6.0	5.0	
	SELL	1.0	0.0	
Sales (Bt m)	2021	17,364	26,762	44,127
	2022F	23,524	28,708	52,232
	2023F	27,506	30,883	58,389
	2024F	29,348	33,487	62,835
Norm profits (Bt m)	2021	2,816	3,383	6,199
	2022F	4,058	3,691	7,750
	2023F	5,294	4,010	9,304
	2024F	5,906	4,474	10,380
Sales growth (%)	2021	0.8	4.6	72.5
	2022F	35.5	7.3	18.4
	2023F	16.9	7.6	11.8
	2024F	6.7	8.4	7.6
Norm EPS growth (%)	2021	(19.8)	(3.5)	76.9
	2022F	44.1	9.1	25.0
	2023F	30.4	8.6	20.1
	2024F	11.6	11.6	11.6
Operating margin (%)	2021	18.7	12.2	14.7
	2022F	20.1	12.4	15.8
	2023F	22.4	12.8	17.4
	2024F	23.4	13.1	17.9
ROE (%)	2021	27.9	17.3	22.6
	2022F	36.6	18.5	27.5
	2023F	40.5	19.9	30.2
	2024F	39.0	22.0	30.5
Dividend yield (%)	2021	1.8	3.0	2.4
	2022F	2.5	3.4	2.9
	2023F	3.2	3.7	3.4
	2024F	4.1	4.1	4.1
P/BV (x)	2021	10.6	5.5	7.2
	2022F	9.0	5.5	6.8
	2023F	7.6	5.4	6.3
	2024F	6.7	5.4	6.0
Norm PE (x)	2021	38.4	32.4	35.1
	2022F	26.6	29.7	28.1
	2023F	20.4	27.3	23.4
	2024F	18.3	24.5	21.0
EV/EBITDA (x)	2021	28.4	22.8	25.6
	2022F	20.2	21.2	20.7
	2023F	15.7	19.1	17.4
	2024F	13.9	17.4	15.7
Net D/E (x)	2021	0.5	(0.1)	0.2
	2022F	0.3	(0.0)	0.2
	2023F	0.2	(0.0)	0.1
	2024F	(0.0)	(0.1)	(0.1)

Sources: Company data; Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 17: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield—	
			22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Yakult Honsha	2267 JP	Japan	9.4	3.6	24.4	23.5	2.4	2.3	13.3	12.7	1.1	1.2
Coca-Cola	KO US	US	6.1	7.4	24.4	22.7	9.7	10.0	21.4	20.0	2.9	3.0
PepsiCo	PEP US	US	6.9	8.7	24.3	22.4	12.6	12.1	17.2	16.0	2.8	2.9
Monster Beverage	MNST US	US	10.8	13.7	28.3	24.9	6.1	5.6	19.4	17.4	0.0	0.0
Carabao Group PCL*	CBG TB	Thailand	44.1	30.4	26.6	20.4	9.0	7.6	20.2	15.7	2.5	3.2
Osotspa PCL*	OSP TB	Thailand	9.1	8.6	29.7	27.3	5.5	5.4	21.2	19.1	3.4	3.7
Average			14.4	12.1	26.3	23.5	7.6	7.2	18.8	16.8	2.1	2.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS.

Based on 18-Mar-22 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET INDEX	(2.0)	2.2	7.0	1.3	—	—	—	—
Food Sector	(1.9)	0.0	(4.0)	(1.5)	0.2	(2.2)	(11.0)	(2.7)
CBG TB	6.9	(10.4)	(20.6)	(9.6)	9.0	(12.6)	(27.6)	(10.9)
OSP TB	8.1	9.0	6.6	6.6	10.2	6.7	(0.4)	5.3

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

S — Strength ▪ เครื่องดื่มชูกำลังเป็นผลิตภัณฑ์ที่มีความยืดหยุ่นสูงสำหรับคนไทย ▪ อุตสาหกรรมนี้มีอุปสรรคขัดขวางในการเข้ามาของผู้เล่นใหม่ในระดับสูง	W — Weakness ▪ เติบโตเพียงระดับปกติของธุรกิจเท่านั้นในตลาดเครื่องดื่มชูกำลังที่เติบโตเต็มที่แล้ว ▪ ไม่มีอำนาจต่อรองราคา
O — Opportunity ▪ ขยายไปยังต่างประเทศ ▪ เปิดตัวผลิตภัณฑ์ใหม่	T — Threat ▪ การบริโภคภายในประเทศ และเงื่อนไขทางเศรษฐกิจ ▪ แรงกดดันด้านต้นทุน

REGIONAL COMPARISON

Name	EPS growth		— PE —		— P/BV —		– EV/EBITDA –		— Div. Yield —	
	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
Japan	9.4	3.6	24.4	23.5	2.4	2.3	13.3	12.7	1.1	1.2
USA	7.9	9.9	25.7	23.3	9.5	9.2	19.3	17.8	1.9	2.0
Thailand	26.6	19.5	28.2	23.9	7.3	6.5	20.7	17.4	3.0	3.5
Average	14.6	11.0	26.1	23.6	6.4	6.0	17.8	16.0	2.0	2.2
CBG TB	44.1	30.4	26.6	20.4	9.0	7.6	20.2	15.7	2.5	3.2
OSP TB	9.1	8.6	29.7	27.3	5.5	5.4	21.2	19.1	3.4	3.7
Average *- Thailand	26.6	19.5	28.2	23.9	7.3	6.5	20.7	17.4	3.0	3.5

Sources: Bloomberg Consensus
Note: * Thanachart estimate – using normalized EPS

BUY (Unchanged)
Change in Numbers

TP: Bt 138.00 (From: Bt133.00)
Upside : 27.8%

21 MARCH 2022

Carabao Group Pcl (CBG TB)

ความโชคดี

CBG เริ่มเห็นปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นหลังแบรนด์คู่แข่งสำคัญขึ้นราคา เครื่องดื่มกำลัง ซึ่งแม้ดูเหมือนจะเป็นเพียงความโชคดี แต่เรามองว่าเป็นความโชคดีที่น่าจะยั่งยืน เนื่องจากส่วนแบ่งตลาดโดยปกติไม่ได้เปลี่ยนแปลงได้โดยง่าย แต่เราประเมินอย่างระมัดระวัง โดยปรับเพิ่มกำไรขึ้น 4-6% ต่อปี ในปี 2022-24F และคงคำแนะนำ “ซื้อ” CBG

ได้ประโยชน์จากทฤษฎีเกม

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์อุตสาหกรรมเครื่องดื่มไทย – “ทฤษฎีเกม”, ลงวันที่ 21 มี.ค. 2022 ซึ่งเราได้กล่าวถึงทฤษฎีเกมของการปรับขึ้นราคาเครื่องดื่มกำลังของบมจ. โอสดสกา (OSP) ผู้ประกอบการรายใหญ่ที่สุด เรามองว่า CBG ซึ่งเป็นผู้ผลิตเครื่องดื่มกำลังรายใหญ่อันดับสอง เป็นผู้ได้ประโยชน์ ด้วยตั้งแต่ต้นเดือนนี้ CBG เห็นยอดขายเครื่องดื่มกำลังในประเทศ (27% ของยอดขายรวม) เติบโตในระดับเลขสองหลักปลายๆ ในบางพื้นที่หลัง OSP ปรับขึ้นราคาขายเครื่องดื่มกำลัง M150 เป็น 12 บาท/หน่วย จาก 10 บาท ซึ่ง CBG ไม่ได้ดำเนินการตามและคาดว่าจะได้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้น ขณะที่ CBG ยังมีแผนที่จะเปิดตัวผลิตภัณฑ์ระดับพรีเมียมผสมวิตามินมากขึ้นในราคา 12 บาท

กำไรเติบโต 44% ในปีนี้

เนื่องจากเราคาดว่า CBG จะได้ประโยชน์จากทฤษฎีเกมทั้ง 4 กรณี เราจะปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้น 4-6% ในปี 2022-24F และปรับราคาเป้าหมายเป็น 138 บาท (จาก 133 บาท) การปรับเพิ่มของเรานั้นเป็นไปอย่างระมัดระวัง ด้วยเราสมมติให้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้นเพียง 3% เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” CBG ด้วยคิดว่ากำไรจะฟื้นตัว 44/30% ในปี 2022-23F แม้ราคาอะลูมิเนียมจะเพิ่มขึ้น CBG กำลังฟื้นตัวจากฐานที่ต่ำในปีที่แล้วจากการล็อกดาวน์ในประเทศไทย กัมพูชา เมียนมาร์ และจีน บริษัทฯ ยังคงเติบโตแข็งแกร่งในธุรกิจจัดจำหน่าย และการขายขวด OEM (15% ของ EBIT) จากส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้นของลูกค้ากลุ่มสินค้าแอลกอฮอล์ ยอดขายเครื่องดื่มแอลกอฮอล์เติบโตมากกว่า 100% ในช่วง 1Q22

แรงกดดันจากอะลูมิเนียมลดลง

ราคาอะลูมิเนียม ซึ่งเป็นวัตถุดิบในการผลิตกระป๋องคิดเป็น 10% ของต้นทุนขายของ CBG ปรับขึ้นตั้งแต่ปี 2021 ท่ามกลางความต้องการจากการกลับมาเปิดประเทศทั่วโลก และการควบคุม CO2 ที่เข้มงวดของจีนซึ่งนำไปสู่การควบคุมการผลิต ขณะที่แรงกดดันในปีนี้น่ามาจากการคว่ำบาตรรัสเซียที่อาจเกิดขึ้น (10% ของการส่งออกของโลก) ราคาอะลูมิเนียมเพิ่มขึ้นจากเฉลี่ยที่ US\$2,477/tonne ในปี 2021 มาสู่ระดับสูงสุดในปีที่ US\$3,842 ในช่วงที่มีความตึงเครียดทางสงครามระหว่างรัสเซีย-ยูเครนเมื่อต้นเดือนนี้ อย่างไรก็ตาม ราคาปรับลดลงมาอยู่ที่ US\$3,502 เราคาดว่าราคาอะลูมิเนียมจะอยู่ที่ US\$3,500 ในปีนี้ โดยราคาอะลูมิเนียมที่เพิ่มขึ้น US\$100/tonne จะทำให้กำไรของ CBG ลดลง 1%

อัตรากำไรสุทธิในจีน

CBG ขายเครื่องดื่มกำลังกระป๋องและขวดในจีนได้ 100 ล้านหน่วย หรือยอดขาย 731 ลบ. (4% ของยอดขายรวม) ในปี 2021 ยอดขายพุ่งสูงสุดที่ 70 ล้านหน่วยใน 2Q21 (เทียบกับ 50-100 ล้านหน่วยต่อปีในปีก่อนหน้า) และลดลงแทบจะขายไม่ได้เลยใน 2H21 จากการล็อกดาวน์ของโควิดในจีน คำสั่งซื้อยังคงต่ำใน 1Q22 แต่ CBG มีคำสั่งซื้อราว 50 ล้านหน่วยใน 2Q22 CBG คาดยอดขายทั้งปีจะอยู่ที่ 200 ล้านหน่วย แม้จะยังคงมีปัจจัยลบจากโควิดอยู่บ้าง แต่ CBG กล่าวว่า Carabao China ลูกค้าของบริษัทฯ (ซึ่งถือหุ้น 50% โดยผู้ถือหุ้นใหญ่ของ CBG) จะยังแผนเชิงรุก เราคาดว่ายอดขายจะอยู่ที่ 180/220/240 ล้านหน่วย ในปี 2022-24F



PATTADOL BUNNAK

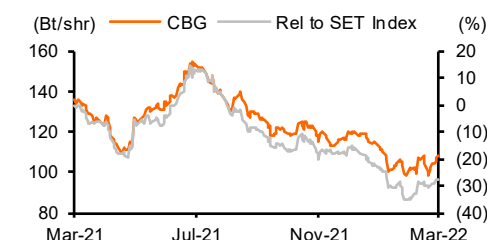
662 – 483 8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	17,364	23,524	27,506	29,348
Net profit	2,881	4,058	5,294	5,906
Consensus NP	—	3,369	3,904	4,415
Diff frm cons (%)	—	20.5	35.6	33.8
Norm profit	2,816	4,058	5,294	5,906
Prev. Norm profit	—	3,910	4,993	5,603
Chg frm prev (%)	—	3.8	6.0	5.4
Norm EPS (Bt)	2.8	4.1	5.3	5.9
Norm EPS grw (%)	(19.8)	44.1	30.4	11.6
Norm PE (x)	38.4	26.6	20.4	18.3
EV/EBITDA (x)	28.4	20.2	15.7	13.9
P/BV (x)	10.6	9.0	7.6	6.7
Div yield (%)	1.8	2.5	3.2	4.1
ROE (%)	27.9	36.6	40.5	39.0
Net D/E (%)	53.1	34.7	15.6	(0.5)

PRICE PERFORMANCE



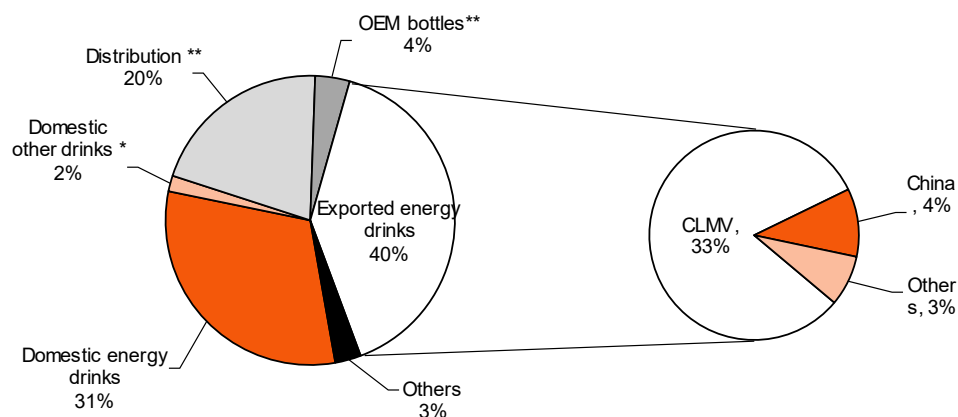
COMPANY INFORMATION

Price as of 18-Mar-22 (Bt)	108.00
Market Cap (US\$ m)	3,238.6
Listed Shares (m shares)	1,000.0
Free Float (%)	28.9
Avg Daily Turnover (US\$ m)	22.0
12M Price H/L (Bt)	154.50/98.50
Sector	FOOD
Major Shareholder	Sathientham Holding 25%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

**กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ**

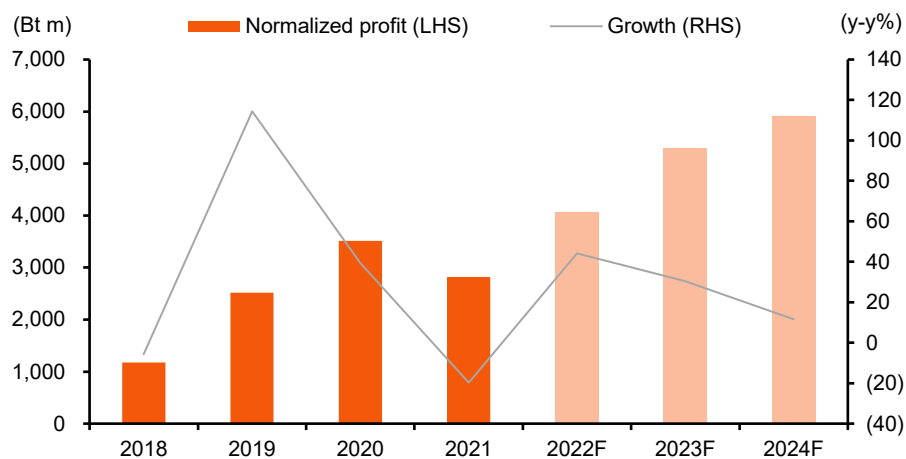
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ฯ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Sales Breakdown In 2021

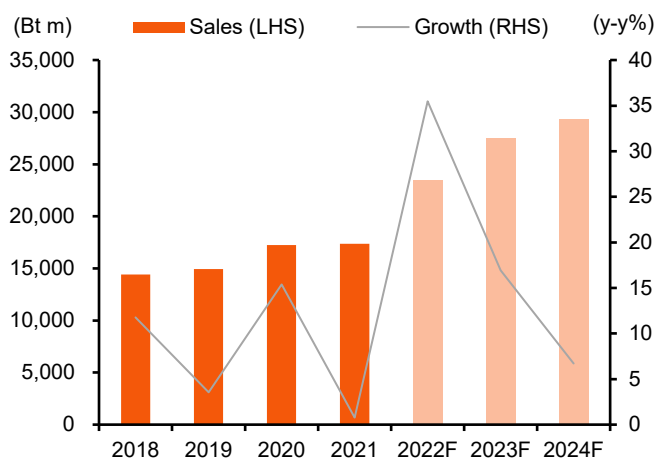
Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * C-Lock vitamin drink and other drinks

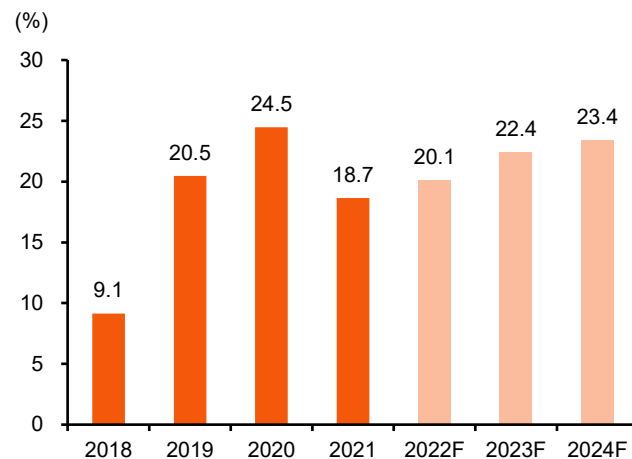
** Mainly for spirit products

Ex 2: Earnings Growth

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Sales Growth

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: EBIT Margin

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Earnings Revisions

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Sales (Bt m)					
New	17,231	17,364	23,524	27,506	29,348
Old			23,101	26,603	28,418
Change (%)			1.8	3.4	3.3
Gross margin (%)					
New	41.0	35.6	33.1	33.9	34.4
Old			32.9	33.7	34.3
Change (pp)			0.1	0.2	0.1
SG&A to sales (%)					
New	16.5	17.0	13.0	11.4	10.9
Old			13.2	11.8	11.3
Change (pp)			(0.2)	(0.4)	(0.4)
Normalized profits (Bt m)					
New	3,510	2,816	4,058	5,294	5,906
Old			3,910	4,993	5,603
Change (%)			3.8	6.0	5.4

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	5,514	6,982	7,704	8,432	9,284	10,272	11,146	11,923	12,722	13,576	14,378	—
Free cash flow	3,697	5,345	6,361	5,997	8,002	8,889	9,714	10,399	11,104	11,852	12,568	214,206
PV of free cash flow	3,687	4,570	5,028	4,383	5,408	5,593	5,657	5,606	5,542	5,476	5,374	81,780
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	8.2											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	143,196											
Net debt (2021)	5,370											
Minority interest	(99)											
Equity value	137,925											
# of shares (m)	1,000											
Equity value/share (Bt)	138.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท คาราบาวกรุ๊ป จำกัด (CBG) คือผู้ผลิตเครื่องดื่มชูกำลังที่ใหญ่ที่สุดเป็นอันดับสองของประเทศไทย โดยมีส่วนแบ่งตลาดที่ 22% บริษัทถือหุ้น 100% ในบริษัทย่อยสามบริษัทได้แก่ CBD (บริษัทผลิตเครื่องดื่มชูกำลัง), APG (บริษัทผลิตและจัดหาขวดแก้วสำหรับเครื่องดื่มชูกำลัง), และ DCM (บริษัทจัดจำหน่ายสินค้า) CBG เริ่มผลิตเครื่องดื่มชูกำลังตั้งแต่ปี 2002 และปัจจุบันมีการขายทั้งในประเทศและส่งออกไปยังต่างประเทศ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

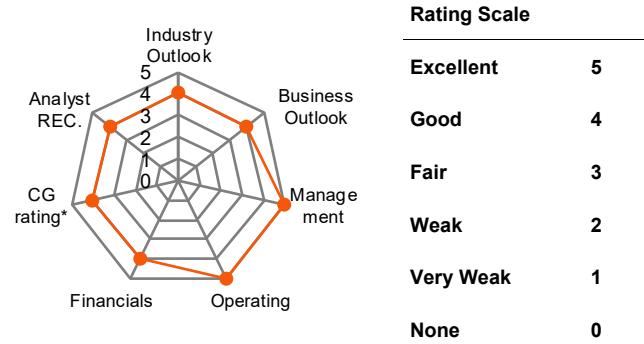
S — Strength

- มีสถานะแข็งแกร่งในตลาดเครื่องดื่มในประเทศ
- งบดุลแข็งแกร่งและอยู่ในสถานะเป็นเงินสดสุทธิ
- มีทีมผู้บริหารที่มีนโยบายเชิงรุก

O — Opportunity

- การเติบโตในต่างประเทศ
- การควบรวมกิจการและการเข้าซื้อกิจการ

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- อยู่ในตลาดอิ่มตัว
- ตลาดเครื่องดื่มชูกำลังของไทยปรับขึ้นราคาได้ยาก
- ฟังพาดั้วแทนแบรนด์อย่างมาก.

T — Threat

- การบริโภคในประเทศและภาวะเศรษฐกิจ
- การแข่งขันที่รุนแรงของตลาดเครื่องดื่ม
- ภัยธรรมชาติ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	114.79	138.00	20%
Net profit 22F (Bt m)	3,369	4,058	20%
Net profit 23F (Bt m)	3,904	5,294	36%
Consensus REC	BUY: 8	HOLD: 6	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2022-23F ของเราสูงกว่าตลาด 20-36% เนื่องจากเรามีมุมมองเป็นบวกมากขึ้นต่อการเติบโตในจีน และการฟื้นตัวที่ดีในกัมพูชา และเมียนมาร์

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเติบโตของยอดขายทั้งในประเทศและการส่งออกต่ำกว่าที่เราคาด เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรา
- การเติบโตของยอดขายในพม่าและเวียดนามที่ต่ำกว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	17,231	17,364	23,524	27,506	29,348
Cost of sales	10,173	11,181	15,741	18,183	19,265
Gross profit	7,058	6,183	7,783	9,323	10,084
% gross margin	41.0%	35.6%	33.1%	33.9%	34.4%
Selling & administration expenses	2,840	2,945	3,057	3,148	3,204
Operating profit	4,218	3,239	4,727	6,175	6,880
% operating margin	24.5%	18.7%	20.1%	22.4%	23.4%
Depreciation & amortization	668	753	823	852	871
EBITDA	4,886	3,992	5,549	7,026	7,751
% EBITDA margin	28.4%	23.0%	23.6%	25.5%	26.4%
Non-operating income	101	141	190	222	237
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(107)	(89)	(113)	(125)	(117)
Pre-tax profit	4,211	3,291	4,803	6,272	7,000
Income tax	667	513	764	997	1,113
After-tax profit	3,544	2,778	4,039	5,275	5,887
% net margin	20.6%	16.0%	17.2%	19.2%	20.1%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	(34)	38	19	19	19
Extraordinary items	15	65	0	0	0
NET PROFIT	3,525	2,881	4,058	5,294	5,906
Normalized profit	3,510	2,816	4,058	5,294	5,906
EPS (Bt)	3.5	2.9	4.1	5.3	5.9
Normalized EPS (Bt)	3.5	2.8	4.1	5.3	5.9

We project gross margin to rise over 2022-24F

We expect 44% EPS growth in 2022F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	3,992	5,382	6,878	7,977	10,150
Cash & cash equivalent	947	1,134	1,000	1,200	3,000
Account receivables	1,420	1,756	2,378	2,781	2,967
Inventories	1,489	2,337	3,290	3,751	3,921
Others	136	155	209	245	261
Investments & loans	107	103	103	103	103
Net fixed assets	12,032	12,537	12,150	11,743	11,219
Other assets	956	1,164	1,715	1,885	1,965
Total assets	17,087	19,186	20,845	21,708	23,436
LIABILITIES:					
Current liabilities:	5,655	5,427	5,560	5,019	5,022
Account payables	1,573	1,769	2,490	2,876	3,048
Bank overdraft & ST loans	2,504	3,381	2,662	1,760	1,518
Current LT debt	1,090	0	0	0	0
Others current liabilities	488	278	408	383	457
Total LT debt	894	3,123	2,459	1,626	1,402
Others LT liabilities	380	525	964	1,010	1,032
Total liabilities	6,929	9,075	8,983	7,655	7,457
Minority interest	201	(99)	(118)	(137)	(156)
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Share premium	0	0	0	0	0
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	3,905	3,680	3,680	3,680	3,680
Retained earnings	5,051	5,530	7,300	9,510	11,455
Shareholders' equity	9,956	10,209	11,979	14,189	16,135
Liabilities & equity	17,087	19,186	20,845	21,708	23,436

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	4,211	3,291	4,803	6,272	7,000
Tax paid	(592)	(741)	(548)	(1,023)	(1,040)
Depreciation & amortization	668	753	823	852	871
Chg In working capital	(652)	(987)	(855)	(477)	(186)
Chg In other CA & CL / minorities	72	(340)	(140)	(35)	(15)
Cash flow from operations	3,708	1,977	4,083	5,588	6,630
Capex	(1,828)	(1,259)	(400)	(400)	(300)
Right of use	(304)	(139)	(330)	(50)	(50)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(4)	4	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	133	151	184	(119)	(55)
Cash flow from investments	(2,003)	(1,242)	(546)	(569)	(405)
Debt financing	414	2,081	(1,383)	(1,735)	(465)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(2,100)	(2,400)	(2,288)	(3,084)	(3,960)
Warrants & other surplus	(35)	(228)	0	0	0
Cash flow from financing	(1,721)	(547)	(3,671)	(4,819)	(4,425)
Free cash flow	1,880	718	3,683	5,188	6,330

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	30.8	38.4	26.6	20.4	18.3
Normalized PE - at target price (x)	39.3	49.0	34.0	26.1	23.4
PE (x)	30.6	37.5	26.6	20.4	18.3
PE - at target price (x)	39.1	47.9	34.0	26.1	23.4
EV/EBITDA (x)	22.8	28.4	20.2	15.7	13.9
EV/EBITDA - at target price (x)	29.0	35.9	25.6	20.0	17.8
P/BV (x)	10.8	10.6	9.0	7.6	6.7
P/BV - at target price (x)	13.9	13.5	11.5	9.7	8.6
P/CFO (x)	29.1	54.6	26.4	19.3	16.3
Price/sales (x)	6.3	6.2	4.6	3.9	3.7
Dividend yield (%)	2.2	1.8	2.5	3.2	4.1
FCF Yield (%)	1.7	0.7	3.4	4.8	5.9
(Bt)					
Normalized EPS	3.5	2.8	4.1	5.3	5.9
EPS	3.5	2.9	4.1	5.3	5.9
DPS	2.4	1.9	2.7	3.5	4.4
BV/share	10.0	10.2	12.0	14.2	16.1
CFO/share	3.7	2.0	4.1	5.6	6.6
FCF/share	1.9	0.7	3.7	5.2	6.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	15.4	0.8	35.5	16.9	6.7
Net profit (%)	40.6	(18.3)	40.9	30.4	11.6
EPS (%)	40.6	(18.3)	40.9	30.4	11.6
Normalized profit (%)	39.4	(19.8)	44.1	30.4	11.6
Normalized EPS (%)	39.4	(19.8)	44.1	30.4	11.6
Dividend payout ratio (%)	68.1	65.9	65.9	65.9	75.0
Operating performance					
Gross margin (%)	41.0	35.6	33.1	33.9	34.4
Operating margin (%)	24.5	18.7	20.1	22.4	23.4
EBITDA margin (%)	28.4	23.0	23.6	25.5	26.4
Net margin (%)	20.6	16.0	17.2	19.2	20.1
D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.6	0.4	0.2	0.2
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.5	0.3	0.2	(0.0)
Interest coverage - EBIT (x)	39.5	36.5	41.8	49.5	58.8
Interest coverage - EBITDA (x)	45.8	45.0	49.0	56.3	66.3
ROA - using norm profit (%)	22.0	15.5	20.3	24.9	26.2
ROE - using norm profit (%)	37.9	27.9	36.6	40.5	39.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	38.3	27.6	36.4	40.3	38.8
- asset turnover (x)	1.1	1.0	1.2	1.3	1.3
- operating margin (%)	25.1	19.5	20.9	23.3	24.2
- leverage (x)	1.7	1.8	1.8	1.6	1.5
- interest burden (%)	97.5	97.4	97.7	98.0	98.4
- tax burden (%)	84.2	84.4	84.1	84.1	84.1
WACC (%)	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
ROIC (%)	30.3	20.3	25.5	32.3	35.3
NOPAT (Bt m)	3,549	2,734	3,975	5,193	5,786
invested capital (Bt m)	13,497	15,579	16,100	16,375	16,055

Sources: Company data, Thanachart estimates

ROE looks attractive to us
at 37% in 2022F

SELL (From: HOLD)

Change in Recommendation

TP: Bt 31.00 (Unchanged)

Downside : 15.1%

21 MARCH 2022

Osoetspa Pcl (OSP TB)

ผลลัพธ์ยังไม่แน่นอน

ราคาเครื่องดื่มชูกำลัง M150 ของ OSP ปรับขึ้น 20% ตั้งแต่ต้นเดือนมี.ค. เรามองว่านี่เป็นทฤษฎีเกมที่ผลลัพธ์เชื่อมโยงกับปฏิกิริยาจากคู่แข่ง เรา มองว่าเกมนี้ยังคงมีผลลัพธ์ที่ไม่แน่นอนสำหรับ OSP และยังคงประมาณ การของเราไว้เช่นเดิม แต่เนื่องจากราคาหุ้นปรับขึ้นเลยราคาเป้าหมาย ของเราแล้ว เราจึงปรับลดคำแนะนำ OSP เป็น “ขาย”



PATTADOL BUNNAK

662 – 483 8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ปรับราคาขายขึ้น

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์อุตสาหกรรมเครื่องดื่มไทย – “ทฤษฎีเกม”, ลงวันที่ 21 มี.ค. 2022 หลังจากคงราคาขายของสาย ผลิตภัณฑ์เครื่องดื่มชูกำลัง M-150 ที่ใหญ่ที่สุดที่ 10 บาท/หน่วย มานาน กว่า 30 ปี ปัจจุบัน OSP แทนที่ผลิตภัณฑ์ที่มีอยู่ด้วย M-150 รุ่นใหม่ที่ ราคาขายใหม่ที่ 12 บาท ผลิตภัณฑ์ใหม่นี้มีวิตามินบีมากกว่า 100% ซึ่ง OSP อ้างว่าช่วยเพิ่มพลังสมอง กลยุทธ์นี้มีขึ้นเพื่อสะท้อนแรงกดดันด้าน เงินเพื่อที่เกิดจากต้นทุน และเพื่อเพิ่มความสามารถในการทำกำไร จาก การสังเกตของเรา เราเห็น OSP เริ่มสูญเสียส่วนแบ่งตลาดในบางพื้นที่ ให้กับคู่แข่งรายใหญ่ที่สุดคือ บมจ. คาราบาวกรุ๊ป (CBG) ซึ่งตัดสินใจคง ราคาขายที่ 10 บาทต่อหน่วย เพื่อได้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้น

ผลลัพธ์ยังไม่แน่นอน

เครื่องดื่มชูกำลังเป็นผลิตภัณฑ์ที่มีความอ่อนไหวต่อราคาสูง เนื่องจาก ผู้บริโภคเป็นผู้มีรายได้น้อยที่ต้องการค่าเฟ้อราคาถูก อย่างไรก็ตาม OSP เชื่อว่าในที่สุดผู้เล่นรายอื่นจะดำเนินการตามกลยุทธ์การขึ้นราคา เนื่องจาก แรงกดดันด้านเงินเพื่อและทุกฝ่ายจะได้ประโยชน์ ในมุมมองของเรา OSP กำลังเผชิญกับความไม่แน่นอนของผลลัพธ์ของกลยุทธ์ด้านราคานี้ ในบท วิเคราะห์กลุ่มอุตสาหกรรมของเรา เรากล่าวถึงกรณีที่เป็นไปได้ 4 กรณี โดยกรณีที่ดูดีที่สุดสำหรับ OSP คือผู้เล่นรายอื่นปรับขึ้นราคาเช่นกัน และ ทุกฝ่ายจะได้ประโยชน์จากราคาขายที่สูงขึ้นโดยมีส่วนแบ่งตลาดเท่าเดิม ขณะที่กรณีเลวร้าย คือการที่ CBG คงราคาขาย และได้ส่วนแบ่งตลาด ขนาดใหญ่จาก OSP ซึ่งจะหักล้างผลประโยชน์จากราคาที่ปรับขึ้น

แนวโน้มการเติบโตอ่อนแอ

สำหรับแนวโน้มของธุรกิจที่มีอยู่ เราคาดว่า EPS จะเติบโตที่ 9% ในปีนี้ โดยมีปัจจัยหลักได้แก่ 1) ยอดขายเครื่องดื่มผสมวิตามิน C-Vitt ที่ เติบโต 6% และยอดขายเครื่องดื่มชูกำลังในประเทศที่ทรงตัว 2) การ เติบโตของยอดขายผลิตภัณฑ์ดูแลส่วนบุคคลที่ 15% และ 3) ยอดขายใน ต่างประเทศที่ฟื้นตัว 13% จากการคลายล็อกดาวน์ ขณะที่ปัจจัยกดดันที่ อาจเกิดขึ้น คือ เราคาดว่า CBG จะได้ส่วนแบ่งตลาดในเมียนมาร์กลับมา จาก OSP ซึ่ง OSP ได้ส่วนแบ่งในช่วงที่มีการล็อกดาวน์เมื่อปีที่แล้ว เนื่องจากมีการดำเนินงานในเมียนมาร์ CBG ต้องส่งออกสินค้าจากประเทศ ไทยและประสบปัญหาจากการล็อกดาวน์ ตลาดเครื่องดื่มชูกำลังโดยรวม ของเมียนมาร์ยังไม่โตเต็มที่ โดยเติบโตราว 15% ต่อปี เราคาดว่า OSP จะ ได้ประโยชน์จากการเติบโตนี้

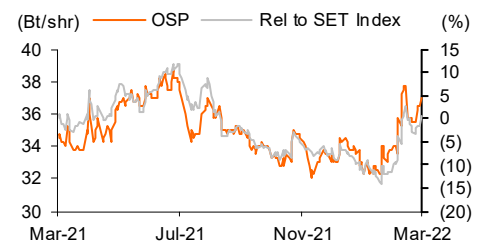
ปรับลดคำแนะนำเป็น “ขาย”

ราคาหุ้นของ OSP เพิ่มขึ้น 10% หลังจากการปรับขึ้นราคาไปหลายเดือน ก.พ. ราคาหุ้นปัจจุบันสูงกว่าราคาเป้าหมายของเราที่ 31 บาท แล้ว และ เราปรับลดคำแนะนำเป็น “ขาย” (จาก ถือ) OSP ซื้อขายที่ 30 เท่า PE เทียบกับ EPS ที่เติบโตเพียง 9%

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	26,762	28,708	30,883	33,487
Net profit	3,255	3,691	4,010	4,474
Norm profit	3,383	3,691	4,010	4,474
Consensus NP	—	3,638	4,005	4,416
Diff frm cons (%)	—	1.5	0.1	1.3
Prev. Norm profit	—	3,707	4,028	4,492
Chg frm prev (%)	—	(0.4)	(0.4)	(0.4)
Norm EPS (Bt)	1.1	1.2	1.3	1.5
Norm EPS grw (%)	(3.5)	9.1	8.6	11.6
Norm PE (x)	32.4	29.7	27.3	24.5
EV/EBITDA (x)	22.8	21.2	19.1	17.4
P/BV (x)	5.5	5.5	5.4	5.4
Div yield (%)	3.0	3.4	3.7	4.1
ROE (%)	17.3	18.5	19.9	22.0
Net D/E (%)	(8.6)	(0.5)	(4.8)	(10.0)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

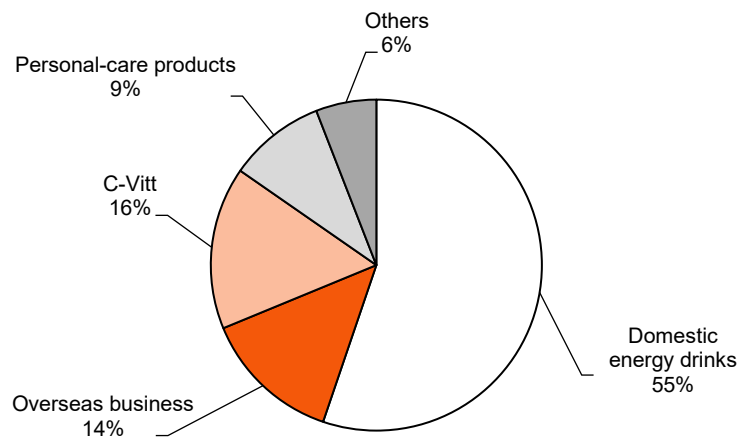
Price as of 18-Mar-22 (Bt)	36.50
Market Cap (US\$ m)	3,287.7
Listed Shares (m shares)	3,003.8
Free Float (%)	46.6
Avg Daily Turnover (US\$ m)	12.9
12M Price H/L (Bt)	38.75/32.00
Sector	Food
Major Shareholder	Osathanugrah family 58%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

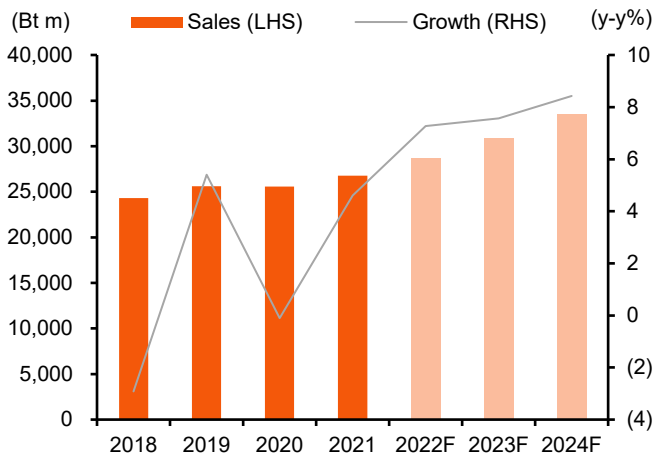
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสาร ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่ สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Sales Breakdown



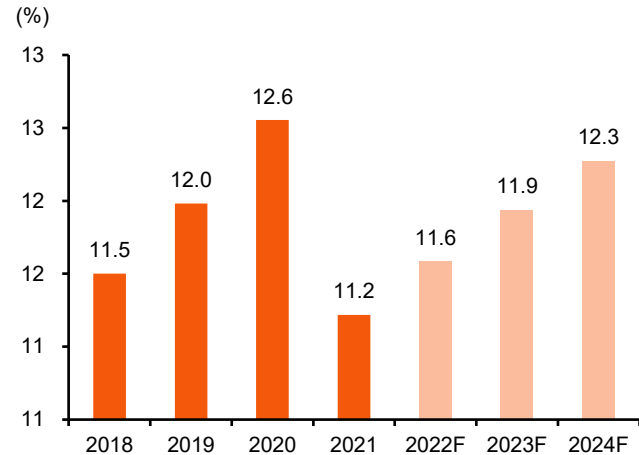
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: OSP’s Sales Growth



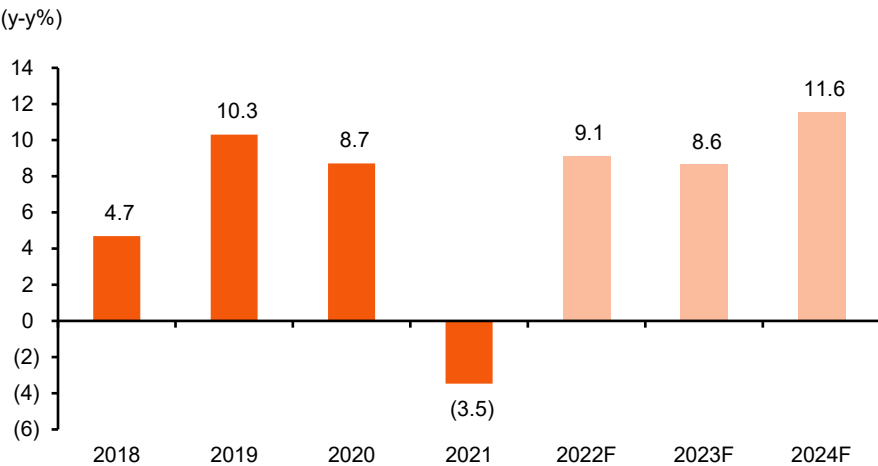
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Net Margin Trend



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Earnings Growth



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2019F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	5,166	5,690	6,183	6,649	7,123	7,640	8,193	8,762	9,282	9,967	10,714	—
Free cash flow	2,296	4,885	5,381	5,879	6,380	6,939	7,530	8,136	8,727	9,467	10,236	132,259
PV of free cash flow	2,289	4,147	4,208	4,235	4,234	4,129	4,109	4,071	4,005	3,985	3,950	44,358
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.8											
WACC (%)	8.5											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	90,992											
Net debt (2021)	(1,713)											
Minority interest	19											
Equity value	92,686											
# of shares (m)	3,004											
Equity value/share (Bt)	31											

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

OSP ผลิตและจัดจำหน่ายเครื่องดื่มน้ำที่ไม่มีแอลกอฮอล์ ได้แก่ เครื่องดื่มชูกำลัง การแพนกระป๋องพร้อมดื่ม เครื่องดื่มเกลือแร่ และน้ำดื่มชนิดอื่นๆ นอกจากนี้ OSP ผลิตและจัดจำหน่ายสินค้าเครื่องใช้ส่วนบุคคลในกลุ่มสำหรับเด็กแรกเกิดและผู้หญิง โดย OSP ขายสินค้าทั้งในไทยและส่งออก OSP มีธุรกิจรับจ้างผลิตและจัดจำหน่ายเช่นกัน

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

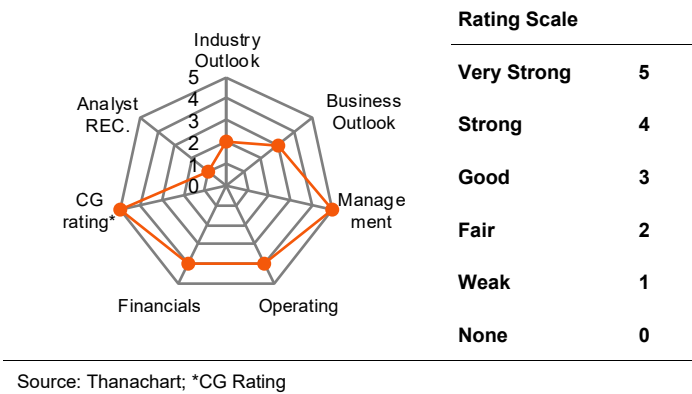
S — Strength

- มีสถานะแข็งแกร่งในตลาดเครื่องดื่มและสินค้าของผู้ใช้ส่วนบุคคลในประเทศ
- มีทีมผู้บริหารที่ประสบการณ์
- มีงบดุลที่ดี

O — Opportunity

- การเติบโตในประเทศ
- การควบรวมกิจการและการเข้าซื้อกิจการ
- เทรนด์การดูแลสุขภาพในประเทศไทย

COMPANY RATING



W — Weakness

- ตลาดเครื่องดื่มชูกำลังและของผู้ใช้ส่วนบุคคลแทบไม่มีการเติบโต
- ตลาดเครื่องดื่มชูกำลังของไทยปรับขึ้นราคาได้ยาก

T — Threat

- ความผันผวนของสกุลเงิน
- การแข่งขันที่รุนแรงของตลาดเครื่องดื่มชูกำลัง
- ภาวณ้ำตาลที่สูงขึ้นสำหรับเครื่องดื่มชูกำลังและเครื่องดื่มที่มีความหวาน

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	38.51	31.00	-20%
Norm profit 22F (Bt m)	3,638	3,691	1%
Norm profit 23F (Bt m)	4,005	4,010	0%
Consensus REC	BUY: 15	HOLD: 5	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2022-23F ของเราใกล้เคียงกับของตลาด แต่ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่ามาก เนื่องจากเรามองบวกน้อยลงต่อแนวโน้มการเติบโตของกำไรของ OSP

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเติบโตที่สูงหรือต่ำกว่าที่คาดของธุรกิจเครื่องดื่มชูกำลังและผลิตภัณฑ์ของผู้ใช้ตัวในประเทศของบริษัทฯ จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การระบาดของโควิดไปอีกจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- ความสำเร็จในการขยายธุรกิจใหม่เป็น upside ต่อประมาณการของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	25,583	26,762	28,708	30,883	33,487
Cost of sales	16,554	17,527	18,774	20,135	21,837
Gross profit	9,029	9,236	9,935	10,749	11,650
% gross margin	35.3%	34.5%	34.6%	34.8%	34.8%
Selling & administration expenses	5,710	5,978	6,385	6,790	7,256
Operating profit	3,319	3,257	3,550	3,958	4,394
% operating margin	13.0%	12.2%	12.4%	12.8%	13.1%
Depreciation & amortization	1,244	1,471	1,616	1,731	1,789
EBITDA	4,563	4,728	5,166	5,690	6,183
% EBITDA margin	17.8%	17.7%	18.0%	18.4%	18.5%
Non-operating income	546	505	560	602	653
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(65)	(96)	(78)	(91)	(64)
Pre-tax profit	3,799	3,666	4,033	4,470	4,983
Income tax	587	664	706	783	873
After-tax profit	3,212	3,002	3,326	3,687	4,111
% net margin	12.6%	11.2%	11.6%	11.9%	12.3%
Shares in affiliates' Earnings	225	310	297	353	389
Minority interests	67	70	68	(30)	(25)
Extraordinary items	0	(128)	0	0	0
NET PROFIT	3,504	3,255	3,691	4,010	4,474
Normalized profit	3,504	3,383	3,691	4,010	4,474
EPS (Bt)	1.2	1.1	1.2	1.3	1.5
Normalized EPS (Bt)	1.2	1.1	1.2	1.3	1.5

Improving margin mainly
on cost-savings plan

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	9,179	8,827	8,190	9,740	10,292
Cash & cash equivalent	3,531	2,493	1,400	2,500	2,500
Account receivables	3,505	3,660	3,926	4,223	4,579
Inventories	2,077	2,658	2,847	2,998	3,192
Others	67	16	17	19	20
Investments & loans	2,782	3,817	3,810	3,802	3,795
Net fixed assets	12,845	13,730	15,115	14,383	13,594
Other assets	1,050	767	844	886	931
Total assets	25,855	27,142	27,959	28,812	28,611
LIABILITIES:					
Current liabilities:	4,557	5,530	5,957	6,427	6,509
Account payables	4,094	4,822	5,165	5,540	6,008
Bank overdraft & ST loans	0	207	345	404	122
Current LT debt	66	100	167	196	59
Others current liabilities	397	400	280	288	319
Total LT debt	851	473	787	922	279
Others LT liabilities	1,119	1,236	1,145	1,232	1,336
Total liabilities	6,526	7,238	7,889	8,581	8,123
Minority interest	105	19	19	49	74
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	12,575	13,284	13,284	13,284	13,284
Retained earnings	3,645	3,596	3,762	3,894	4,126
Shareholders' equity	19,224	19,884	20,050	20,182	20,414
Liabilities & equity	25,855	27,142	27,959	28,812	28,611

Strong balance sheet

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	3,799	3,666	4,033	4,470	4,983
Tax paid	(671)	(667)	(681)	(767)	(847)
Depreciation & amortization	1,244	1,471	1,616	1,731	1,789
Chg In working capital	(1,166)	(8)	(112)	(74)	(81)
Chg In other CA & CL / minorities	351	422	218	343	392
Cash flow from operations	3,558	4,884	5,073	5,703	6,236
Capex	(5,164)	(2,357)	(3,000)	(1,000)	(1,000)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	1,105	(1,035)	7	7	7
Adj for asset revaluation	(294)	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	1,268	330	(166)	45	60
Cash flow from investments	(3,085)	(3,062)	(3,159)	(947)	(933)
Debt financing	796	(264)	519	223	(1,061)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(3,304)	(3,303)	(3,526)	(3,879)	(4,242)
Warrants & other surplus	1,447	709	0	0	0
Cash flow from financing	(1,061)	(2,859)	(3,007)	(3,656)	(5,304)
Free cash flow	(1,605)	2,527	2,073	4,703	5,236

VALUATION*Expensive PE in our view*

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	31.3	32.4	29.7	27.3	24.5
Normalized PE - at target price (x)	26.6	27.5	25.2	23.2	20.8
PE (x)	31.3	33.7	29.7	27.3	24.5
PE - at target price (x)	26.6	28.6	25.2	23.2	20.8
EV/EBITDA (x)	23.5	22.8	21.2	19.1	17.4
EV/EBITDA - at target price (x)	19.8	19.3	18.0	16.2	14.7
P/BV (x)	5.7	5.5	5.5	5.4	5.4
P/BV - at target price (x)	4.8	4.7	4.6	4.6	4.6
P/CFO (x)	30.8	22.4	21.6	19.2	17.6
Price/sales (x)	4.3	4.1	3.8	3.6	3.3
Dividend yield (%)	3.0	3.0	3.4	3.7	4.1
FCF Yield (%)	(1.5)	2.3	1.9	4.3	4.8
(Bt)					
Normalized EPS	1.2	1.1	1.2	1.3	1.5
EPS	1.2	1.1	1.2	1.3	1.5
DPS	1.1	1.1	1.2	1.3	1.5
BV/share	6.4	6.6	6.7	6.7	6.8
CFO/share	1.2	1.6	1.7	1.9	2.1
FCF/share	(0.5)	0.8	0.7	1.6	1.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

EPS growth trend doesn't
look exciting

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(0.1)	4.6	7.3	7.6	8.4
Net profit (%)	7.5	(7.1)	13.4	8.6	11.6
EPS (%)	7.5	(7.1)	13.4	8.6	11.6
Normalized profit (%)	8.7	(3.5)	9.1	8.6	11.6
Normalized EPS (%)	8.7	(3.5)	9.1	8.6	11.6
Dividend payout ratio (%)	94.3	101.5	101.5	100.0	100.0
Operating performance					
Gross margin (%)	35.3	34.5	34.6	34.8	34.8
Operating margin (%)	13.0	12.2	12.4	12.8	13.1
EBITDA margin (%)	17.8	17.7	18.0	18.4	18.5
Net margin (%)	12.6	11.2	11.6	11.9	12.3
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.1)
Interest coverage - EBIT (x)	50.8	34.1	45.8	43.6	68.9
Interest coverage - EBITDA (x)	69.8	49.5	66.6	62.7	97.0
ROA - using norm profit (%)	14.0	12.8	13.4	14.1	15.6
ROE - using norm profit (%)	18.9	17.3	18.5	19.9	22.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	17.3	15.4	16.7	18.3	20.3
- asset turnover (x)	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2
- operating margin (%)	15.1	14.1	14.3	14.8	15.1
- leverage (x)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
- interest burden (%)	98.3	97.5	98.1	98.0	98.7
- tax burden (%)	84.5	81.9	82.5	82.5	82.5
WACC (%)	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
ROIC (%)	20.2	16.1	16.1	16.4	18.9
NOPAT (Bt m)	2,806	2,667	2,929	3,265	3,625
invested capital (Bt m)	16,610	18,171	19,949	19,203	18,374

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 100 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2203A, AMAT16C2206A, AOT16C2204A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2204A, BANP16C2207A, BANP16C2205A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2207A, BCH16C2203A, BEC16C2207A, BEC16C2204A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2207A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CHG16C2207A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CRC16C2204A, DOHO16C2207A, DELT16C2203A, DTAC16C2203A, EA16C2207A, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, GLOB16C2203A, GPSC16C2207A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2207A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2207A, GUNK16C2206A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HANA16C2207A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2203A, IVL16C2206A, JMAR16C2206A, JMAR16C2205A, JMT16C2207A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2206A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MTC16C2204A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2203A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTTE16C2203A, PTTG16C2207A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016P2206B, S5016C2203A, S5016C2203B, S5016C2206A, S5016P2203A, S5016P2203B, S5016P2206A, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCC16C2204A, STA16C2203A, STEC16C2204A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TRUE16C2205B, TRUE16C2205A, TRUE16C2203A, TRUE16C2203B, TU16C2204A, WHA16C2204A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRI, BLA, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CRC, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RCL, RS, SAWAD, SCC, SYNTEC, SET50, STA, STEC, TOP, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาต จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ทุนธนชาต จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ทุนธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ทุนธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล 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 มีกรรมกร่วมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หมอศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

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

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

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

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

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรชดา สรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

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

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

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

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

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

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

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

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

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

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

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเท่ง
รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

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

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

Data Support Team

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

สุนทร รักษาวัต
Tel: 662-779-9117
sunset.rak@thanachartsec.co.th

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

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@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