

HOLD (Unchanged)**TP: Bt 47.00**

(From: Bt 56.00)

Change in Numbers

Upside: 7.4%

9 MARCH 2022

Mega Lifesciences Pcl (MEGA TB)

เติบโตเล็กน้อยเพราะฐานที่สูง

หลังจากได้ประโยชน์จากความต้องการในช่วงการระบาดของโควิดในปี 2020-21 MEGA คาดว่ายอดขายจะเติบโตในระดับตัวเลขหลักเดียวในปีนี้ เราปรับลดการเติบโตของ EPS ลงเหลือเพียง 5% ในปีนี้ และด้วยซื้อขายที่ 20 เท่า PE เราคงคำแนะนำ “ถือ”

**PATTADOL BUNNAK**

662 - 483 8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ปรับลดประมาณการกำไร คงคำแนะนำ “ถือ”

เราปรับลดประมาณการกำไรของ MEGA ลง 6/8/9% ในปี 2022-24F และคงคำแนะนำ “ถือ” ราคาเป้าหมาย 47 บาท (จาก 56 บาท) 1) แนวโน้มความต้องการซึ่งเป็นผลมาจากโควิดกำลังชะลอตัวลง แนวโน้มนี้ได้เริ่มต้นตั้งแต่ 4Q21 และต่อเนื่องไปถึง 1Q22F 2) ฐานกำไรของบริษัท อยู่ในระดับสูงในปี 2020-21 และเราคาดว่า EPS จะเติบโตเพียง 5/6/6% ในปี 2022-24F และ 3) เราไม่เห็นการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญต่อปัจจัยพื้นฐานที่แข็งแกร่งและตำแหน่งทางการตลาดของ MEGA และเชื่อว่าการซื้อขายที่ 20 เท่า 2022F PE นั้นเป็นระดับที่เหมาะสม แม้กำไรจะมีแนวโน้มเติบโตเพียงระดับตัวเลขหลักเดียว

บริษัท ให้เป้าในระดับที่ระมัดระวัง

MEGA คาดว่ายอดขายเติบโตในระดับตัวเลขหลักเดียวในปีนี้ เทียบกับ 13/12% ในช่วงการระบาดของโควิดในปี 2020-21 แนวโน้มของการเติบโตในระดับเลขหลักเดียวเกิดขึ้นแล้วใน 1Q22 ทั้งในธุรกิจยาภายใต้เครื่องหมายการค้าของบริษัท และธุรกิจจัดจำหน่าย แนวโน้มการเติบโตที่ชะลอตัวลงเริ่มต้นใน 4Q21 เมื่อกำไรเติบโต 14% y-y เทียบกับการเติบโต 40% y-y ใน 9M21 แนวโน้มที่อ่อนแอลงเห็นได้จากทั้งจากการขายยา แต่เห็นชัดกว่าในธุรกิจจัดจำหน่ายในเมียนมาร์ MEGA เห็นว่าคนเริ่มทยอยลดการตุนทั้งยาและสินค้าอุปโภคบริโภค

ได้รับผลกระทบจากเงินเฟ้อจำกัด

MEGA ได้รับผลกระทบจากการขึ้นราคาวัตถุดิบเพียงเล็กน้อย เช่น สารธรรมชาติ และบรรจุภัณฑ์ แม้ว่าเงินเฟ้อทั่วโลกจะมีแนวโน้มสูงขึ้น MEGA เชื่อว่าบริษัท สามารถบริหารจัดการเงินเพื่อดำเนินต้นทุนได้หากเพิ่มขึ้นอีก ขณะที่สามารถผลิตรายการต้นทุนที่สูงขึ้นผ่านการเพิ่มราคาขาย เนื่องจากผลิตภัณฑ์ของบริษัท เป็นผลิตภัณฑ์ที่มีลักษณะที่มีความจำสูงโดยธรรมชาติ เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของแต่ละผลิตภัณฑ์จะทรงตัว ขณะที่แนวโน้มโดยรวมที่เพิ่มขึ้นมาจากการเปลี่ยนสัดส่วนผลิตภัณฑ์

(Exhibit 3)

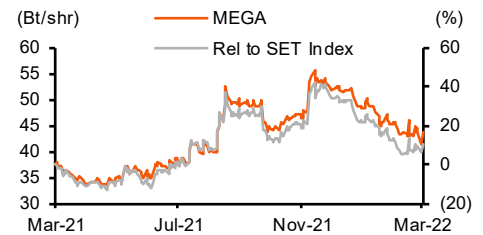
ผลิตภัณฑ์ยาใหม่

MEGA เปิดตัวผลิตภัณฑ์ใหม่ 16 รายการ ในปี 2021 และมีแผนที่จะเปิดตัวผลิตภัณฑ์ยาใหม่มากกว่า 20 รายการในปีนี้ ยาใหม่ในปีนี้อาจจะเป็นยาทดแทน อาหารเสริม และผลิตภัณฑ์ประเภทใหม่ เช่น อาหารเสริมที่มีส่วนผสมของกัญชง และฟ้าทะลายโจร แต่อย่างไรก็ตาม การเปิดตัวผลิตภัณฑ์จากกัญชงจะล่าช้าไปจาก 1Q22 และกำลังรอการอนุมัติจากสำนักงานคณะกรรมการอาหารและยา MEGA คาดว่าผลิตภัณฑ์ใหม่จะทำให้ยอดขายเติบโตเพิ่ม 2-3% ต่อปี

COMPANY VALUATION

| Y/E Dec (Bt m) | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| Sales | 14,136 | 14,667 | 15,547 | 16,526 |
| Net profit | 1,947 | 1,919 | 2,038 | 2,165 |
| Consensus NP | — | 1,904 | 2,149 | 2,345 |
| Diff frm cons (%) | — | 0.8 | (5.2) | (7.6) |
| Norm profit | 1,828 | 1,919 | 2,038 | 2,165 |
| Prev. Norm profit | — | 2,037 | 2,215 | 2,377 |
| Chg frm prev (%) | — | (5.8) | (8.0) | (8.9) |
| Norm EPS (Bt) | 2.1 | 2.2 | 2.3 | 2.5 |
| Norm EPS grw (%) | 29.2 | 5.0 | 6.2 | 6.3 |
| Norm PE (x) | 20.9 | 19.9 | 18.7 | 17.6 |
| EV/EBITDA (x) | 14.8 | 13.8 | 12.7 | 11.7 |
| P/BV (x) | 4.8 | 4.4 | 4.0 | 3.7 |
| Div yield (%) | 3.2 | 3.1 | 3.2 | 3.7 |
| ROE (%) | 24.4 | 22.9 | 22.3 | 21.7 |
| Net D/E (%) | (29.5) | (34.1) | (38.5) | (44.1) |

PRICE PERFORMANCE



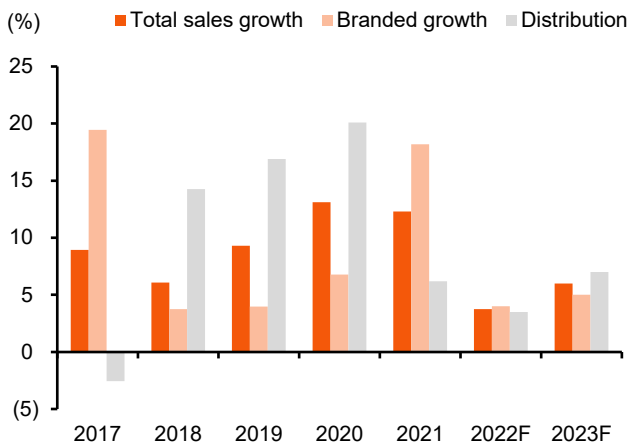
COMPANY INFORMATION

| | |
|-----------------------------|-------------------|
| Price as of 9-Mar-22(Bt) | 43.75 |
| Market Cap (US\$ m) | 1,154.2 |
| Listed Shares (m shares) | 871.9 |
| Free Float (%) | 38.93 |
| Avg Daily Turnover (US\$ m) | 7.37 |
| 12M Price H/L (Bt) | 55.50/33.25 |
| Sector | Commerce |
| Major Shareholder | Shah Family 50.1% |

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

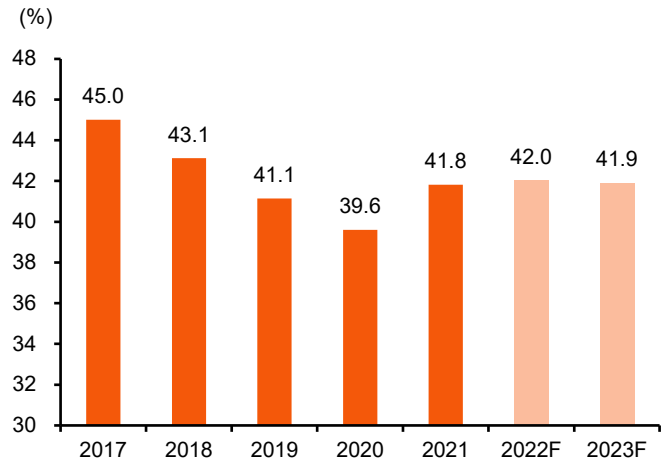
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Sales Growth



Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 2: Gross Margin Trend



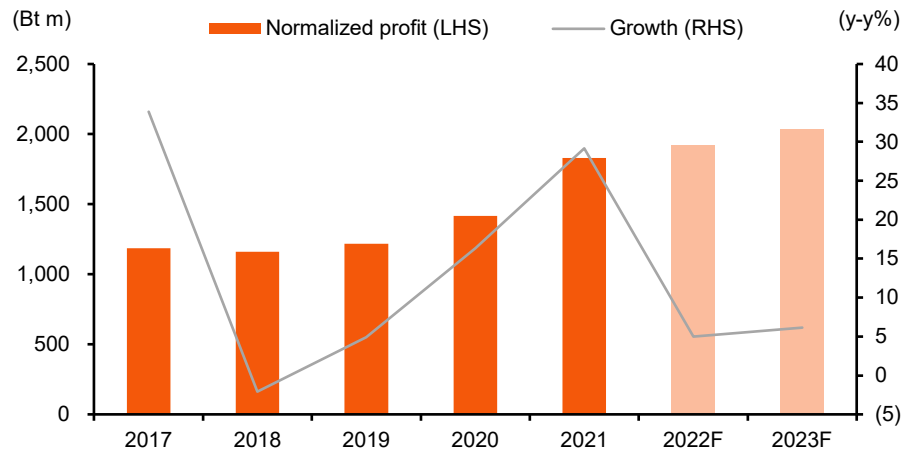
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 3: Product Breakdown (%)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F |
|--------------|------|------|------|------|------|-------|-------|
| Branded | 52.9 | 51.7 | 49.2 | 46.4 | 48.9 | 49.9 | 48.8 |
| Distribution | 42.2 | 45.5 | 48.6 | 51.7 | 48.8 | 47.8 | 48.9 |
| OEM | 4.9 | 2.8 | 2.1 | 1.9 | 2.3 | 2.3 | 2.3 |

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Earnings Growth



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Assumption Revision

| | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Sales (Bt m) | | | | | |
| New | 12,589 | 14,136 | 14,667 | 15,547 | 16,526 |
| Old | | | 15,988 | 17,011 | 18,316 |
| Change (%) | | | (8.3) | (8.6) | (9.8) |
| Gross margin (%) | | | | | |
| New | 39.6 | 41.8 | 42.0 | 41.9 | 41.9 |
| Old | | | 42.3 | 42.3 | 42.3 |
| Change (pp) | | | (0.3) | (0.4) | (0.4) |
| SG&A to sales (%) | | | | | |
| New | 26.2 | 26.7 | 26.7 | 26.6 | 26.5 |
| Old | | | 27.1 | 26.9 | 26.9 |
| Change (pp) | | | (0.4) | (0.4) | (0.4) |
| Normalized profit (Bt m) | | | | | |
| New | 1,416 | 1,828 | 1,919 | 2,038 | 2,165 |
| Old | | | 2,037 | 2,215 | 2,377 |
| Change (%) | | | (5.8) | (8.0) | (8.9) |

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2022F

| (Bt m) | 2022F | 2023F | 2024F | 2025F | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F | 2030F | 2031F | 2032F | Terminal Value |
|------------------------------------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|
| EBITDA | 2,544 | 2,705 | 2,877 | 3,234 | 3,675 | 4,093 | 4,489 | 4,874 | 5,129 | 5,487 | 5,812 | — |
| Free cash flow | 1,798 | 1,927 | 2,265 | 2,509 | 2,998 | 3,398 | 3,745 | 3,942 | 4,258 | 4,591 | 4,880 | 58,779 |
| PV of free cash flow | 1,793 | 1,604 | 1,719 | 1,737 | 1,893 | 1,906 | 1,907 | 1,823 | 1,788 | 1,750 | 1,689 | 17,511 |
| Risk-free rate (%) | 3.5 | | | | | | | | | | | |
| Market risk premium (%) | 8.0 | | | | | | | | | | | |
| Beta | 0.9 | | | | | | | | | | | |
| WACC (%) | 10.7 | | | | | | | | | | | |
| Terminal growth (%) | 2.0 | | | | | | | | | | | |
| Enterprise value - add investments | 38,599 | | | | | | | | | | | |
| Net debt (2021) | (2,368) | | | | | | | | | | | |
| Minority interest | 22 | | | | | | | | | | | |
| Equity value | 40,944 | | | | | | | | | | | |
| # of shares (m) | 872 | | | | | | | | | | | |
| Equity value/share (Bt) | 47.00 | | | | | | | | | | | |

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 7: Valuation Comparison With Peers

| Name | BBG code | Country | EPS growth | | — PE — | | — P/BV — | | EV/EBITDA | | — Div yield— | |
|------------------------|----------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|------------|
| | | | 22F (%) | 23F (%) | 22F (x) | 23F (x) | 22F (x) | 23F (x) | 22F (x) | 23F (x) | 22F (%) | 23F (%) |
| Bristol-Myers Squibb | BMY US | US | 3.6 | 6.1 | 8.7 | 8.2 | 3.1 | 2.7 | 7.5 | 7.4 | 3.2 | 3.3 |
| Eli Lilly & Co | LLY US | US | 5.4 | 13.0 | 30.2 | 26.8 | 21.2 | 17.1 | 26.2 | 22.9 | 1.5 | 1.6 |
| Johnson & Johnson | JNJ US | US | 7.3 | 4.7 | 16.1 | 15.3 | 5.5 | 5.0 | 12.2 | 11.8 | 2.6 | 2.8 |
| Merck & Co Inc | MRK US | US | 20.1 | (0.7) | 10.6 | 10.7 | 5.2 | 4.5 | 9.1 | 9.3 | 3.7 | 4.0 |
| Pfizer Inc | PFE US | US | 63.0 | (27.4) | 6.6 | 9.1 | 2.5 | 2.2 | 5.2 | 7.7 | 3.4 | 3.7 |
| Abbott Laboratories | ABT US | US | (7.0) | 5.8 | 24.0 | 22.6 | 4.4 | 3.9 | 18.0 | 17.6 | 1.6 | 1.7 |
| Astellas Pharma Inc | 4503 JP | Japan | 45.2 | 29.3 | 19.1 | 14.8 | 2.3 | 2.1 | 10.1 | 8.4 | 2.8 | 3.2 |
| Chugai Pharmaceutical | 4519 JP | Japan | 5.1 | (4.4) | 18.8 | 19.7 | 4.4 | 3.9 | 12.2 | 12.4 | 2.2 | 2.3 |
| Daiichi Sankyo Co Ltd | 4568 JP | Japan | (9.9) | 18.8 | 67.9 | 57.1 | 3.5 | 3.5 | 27.6 | 24.0 | 1.2 | 1.3 |
| Eisai Co Ltd | 4523 JP | Japan | 45.2 | (15.7) | 25.6 | 30.3 | 2.2 | 2.2 | 12.9 | 13.7 | 2.9 | 3.0 |
| Otsuka Holdings Co Ltd | 4578 JP | Japan | 19.9 | 4.7 | 14.0 | 13.4 | 1.0 | 1.0 | 6.9 | 6.7 | 2.6 | 2.6 |
| Taisho Pharmaceutical | 4581 JP | Japan | (20.5) | 21.5 | 43.3 | 35.7 | 0.6 | 0.6 | 7.9 | 7.2 | 1.7 | 1.7 |
| AstraZeneca | AZN LN | UK | 27.6 | 16.3 | 17.3 | 14.9 | 4.5 | 4.2 | 13.4 | 11.1 | 2.5 | 2.6 |
| GlaxoSmithKline | GSK LN | UK | 48 | 7.2 | 12.9 | 12.1 | 4.4 | 3.7 | 9.7 | 9.1 | 3.5 | 3.5 |
| Novartis AG | NOVN SW | Switzerland | 0.4 | 9.3 | 12.8 | 11.7 | 2.8 | 2.8 | 10.5 | 10.1 | 4.2 | 4.4 |
| Roche Holding AG | ROG SW | Switzerland | 4.0 | 2.1 | 17.0 | 16.7 | 8.6 | 6.5 | 12.3 | 11.9 | 2.8 | 2.8 |
| Blackmores Ltd | BKL AU | Australia | 17.8 | 50.3 | 48.8 | 32.5 | 3.8 | 3.6 | 16.8 | 13.6 | 1.2 | 1.7 |
| Novo Nordisk A/S | NOVOB DC | Denmark | 8.2 | 19.2 | 30.6 | 25.6 | 20.5 | 17.3 | 21.8 | 19.4 | 1.6 | 1.9 |
| Sanofi | SAN FP | France | 14.3 | 5.4 | 12.5 | 11.9 | 1.6 | 1.5 | 9.9 | 9.3 | 3.7 | 3.9 |
| Apex Healthcare | APEX MK | Malaysia | 11.1 | 4.8 | 18.6 | 17.8 | 2.2 | 2.1 | 11.8 | 11.1 | 1.8 | 2.0 |
| Kalbe Farma | KLBF IJ | Indonesia | 9.8 | 8.8 | 22.3 | 20.5 | 3.6 | 3.3 | 14.4 | 13.4 | 2.1 | 2.3 |
| Mega Lifesciences | MEGA TB* | Thailand | 5.0 | 6.2 | 19.9 | 18.7 | 4.4 | 4.0 | 13.8 | 12.7 | 3.1 | 3.2 |
| Average | | | 14.7 | 8.4 | 22.6 | 20.3 | 5.1 | 4.4 | 13.2 | 12.3 | 2.5 | 2.7 |

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 9-Mar-22 closing price

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผลิตภัณฑ์ที่มีชื่อเสียงเป็นที่ยอมรับ
- มีเครือข่ายการจัดจำหน่ายของตนเอง
- มีความรู้ด้านการตลาดและมี business connections ที่แข็งแกร่ง

O — Opportunity

- โอกาสในการเติบโตทางธุรกิจไปพร้อมกับการเติบโตที่ดีของ GDP ของตลาดหลัก
- เจาะเข้าไปในตลาดที่กำลังพัฒนา และตลาดที่ยังไม่ได้พัฒนา
- ได้ลูกค้าจัดจำหน่ายใหม่

CONSENSUS COMPARISON

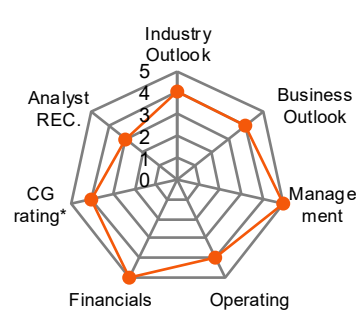
| | Consensus | Thanachart | Diff |
|-----------------------|-----------|------------|---------|
| Target price (Bt) | 54.28 | 47.00 | -13% |
| Net profit 22F (Bt m) | 1,904 | 1,919 | 1% |
| Net profit 23F (Bt m) | 2,149 | 2,038 | -5% |
| Consensus REC | BUY: 7 | HOLD: 5 | SELL: 0 |

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไร และราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อการเติบโตของ MEGA หลังจากมีฐานที่สูง

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Rating Scale

| | |
|-----------|---|
| Excellent | 5 |
| Good | 4 |
| Fair | 3 |
| Weak | 2 |
| Very Weak | 1 |
| None | 0 |

Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ไม่มีเข้าไปสู่ตลาดยามูลค่าสูงในประเทศที่พัฒนาแล้ว
- ไม่ได้รุกตลาด big-molecules medicines ที่ได้รับความนิยมและให้ผลกำไรสูง

T — Threat

- ผู้ประกอบการระดับโลกเข้ามาในตลาดของ MEGA
- การยกเลิกสัญญาจัดจำหน่ายของลูกค้า
- แนวโน้มค่าเงินบาทที่แข็งแกร่งเมื่อเทียบกับสกุลเงินอื่นๆ โดยเฉพาะดอลลาร์สหรัฐ

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ไม่ได้รับการอนุมัติใบอนุญาตยาสำหรับผลิตภัณฑ์ยาใหม่, ผลิตภัณฑ์กลุ่มบำรุงสุขภาพ และผลิตภัณฑ์ยาจำหน่ายหน้าเคาน์เตอร์สุขภาพ เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- ลูกค้ายกเลิกสัญญาการจัดจำหน่าย เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- สูญเสียลูกค้า OEM อย่างไม่คาดคิด เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- เงินบาทที่แข็งค่ากว่าที่เราคาดไว้ เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Sustained and decent sales growth in the past looks likely to continue

| FY ending Dec (Bt m) | 2020A | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Sales | 12,589 | 14,136 | 14,667 | 15,547 | 16,526 |
| Cost of sales | 7,603 | 8,225 | 8,500 | 9,031 | 9,607 |
| Gross profit | 4,986 | 5,911 | 6,166 | 6,516 | 6,920 |
| % gross margin | 39.6% | 41.8% | 42.0% | 41.9% | 41.9% |
| Selling & administration expenses | 3,299 | 3,769 | 3,914 | 4,128 | 4,374 |
| Operating profit | 1,687 | 2,141 | 2,252 | 2,388 | 2,546 |
| % operating margin | 13.4% | 15.1% | 15.4% | 15.4% | 15.4% |
| Depreciation & amortization | 256 | 274 | 291 | 316 | 331 |
| EBITDA | 1,943 | 2,416 | 2,544 | 2,705 | 2,877 |
| % EBITDA margin | 15.4% | 17.1% | 17.3% | 17.4% | 17.4% |
| Non-operating income | 24 | 37 | 34 | 36 | 38 |
| Non-operating expenses | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Interest expense | (72) | (28) | (29) | (30) | (50) |
| Pre-tax profit | 1,638 | 2,150 | 2,257 | 2,394 | 2,534 |
| Income tax | 234 | 336 | 353 | 374 | 396 |
| After-tax profit | 1,404 | 1,814 | 1,904 | 2,019 | 2,138 |
| % net margin | 11.2% | 12.8% | 13.0% | 13.0% | 12.9% |
| Shares in affiliates' Earnings | 7 | 9 | 10 | 13 | 22 |
| Minority interests | 4 | 6 | 5 | 5 | 5 |
| Extraordinary items | (23) | 119 | 0 | 0 | 0 |
| NET PROFIT | 1,393 | 1,947 | 1,919 | 2,038 | 2,165 |
| Normalized profit | 1,416 | 1,828 | 1,919 | 2,038 | 2,165 |
| EPS (Bt) | 1.6 | 2.2 | 2.2 | 2.3 | 2.5 |
| Normalized EPS (Bt) | 1.6 | 2.1 | 2.2 | 2.3 | 2.5 |

BALANCE SHEET

Plenty of cash on hand

| FY ending Dec (Bt m) | 2020A | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| ASSETS: | | | | | |
| Current assets: | 7,587 | 9,301 | 9,895 | 11,051 | 12,639 |
| Cash & cash equivalent | 1,221 | 2,536 | 3,000 | 3,800 | 5,000 |
| Account receivables | 2,684 | 2,808 | 2,914 | 3,046 | 3,192 |
| Inventories | 3,489 | 3,823 | 3,843 | 4,058 | 4,290 |
| Others | 193 | 134 | 139 | 147 | 157 |
| Investments & loans | 194 | 215 | 235 | 255 | 276 |
| Net fixed assets | 1,951 | 1,837 | 1,946 | 1,930 | 1,699 |
| Other assets | 1,824 | 1,919 | 2,004 | 2,093 | 2,187 |
| Total assets | 11,557 | 13,272 | 14,080 | 15,329 | 16,801 |
| LIABILITIES: | | | | | |
| Current liabilities: | 4,229 | 4,853 | 4,877 | 5,274 | 5,881 |
| Account payables | 2,794 | 3,533 | 3,651 | 3,879 | 4,126 |
| Bank overdraft & ST loans | 499 | 168 | 18 | 114 | 400 |
| Current LT debt | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Others current liabilities | 936 | 1,152 | 1,207 | 1,281 | 1,354 |
| Total LT debt | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Others LT liabilities | 349 | 393 | 459 | 477 | 497 |
| Total liabilities | 4,578 | 5,247 | 5,336 | 5,751 | 6,378 |
| Minority interest | 21 | 22 | 17 | 17 | 12 |
| Preferreds shares | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Paid-up capital | 436 | 436 | 436 | 436 | 436 |
| Share premium | 2,305 | 2,305 | 2,305 | 2,305 | 2,305 |
| Warrants | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Surplus | (536) | (506) | (506) | (506) | (506) |
| Retained earnings | 4,752 | 5,766 | 6,491 | 7,324 | 8,174 |
| Shareholders' equity | 6,958 | 8,003 | 8,728 | 9,561 | 10,411 |
| Liabilities & equity | 11,557 | 13,272 | 14,080 | 15,329 | 16,801 |

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

Strong cash flows, based on our estimates

| FY ending Dec (Bt m) | 2020A | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F |
|-----------------------------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Earnings before tax | 1,638 | 2,150 | 2,257 | 2,394 | 2,534 |
| Tax paid | (183) | (311) | (349) | (361) | (384) |
| Depreciation & amortization | 256 | 274 | 291 | 316 | 331 |
| Chg In working capital | (315) | 281 | (7) | (119) | (132) |
| Chg In other CA & CL / minorities | 159 | 275 | 55 | 71 | 74 |
| Cash flow from operations | 1,557 | 2,670 | 2,248 | 2,300 | 2,423 |
| Capex | (437) | (161) | (400) | (300) | (100) |
| Right of use | (263) | (3) | (3) | (3) | (3) |
| ST loans & investments | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| LT loans & investments | 46 | (20) | (20) | (20) | (20) |
| Adj for asset revaluation | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Chg In other assets & liabilities | (168) | (57) | (17) | (69) | (71) |
| Cash flow from investments | (822) | (241) | (440) | (392) | (194) |
| Debt financing | (371) | (213) | (150) | 96 | 286 |
| Capital increase | 0 | 0 | (0) | 0 | 0 |
| Dividends paid | (670) | (923) | (1,195) | (1,204) | (1,315) |
| Warrants & other surplus | 60 | 21 | 0 | 0 | 0 |
| Cash flow from financing | (981) | (1,114) | (1,344) | (1,108) | (1,029) |
| Free cash flow | 1,120 | 2,509 | 1,848 | 2,000 | 2,323 |

VALUATION

2022F PE looks fairly valued to us at 20x or at its historical average

| FY ending Dec | 2020A | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Normalized PE (x) | 26.9 | 20.9 | 19.9 | 18.7 | 17.6 |
| Normalized PE - at target price (x) | 28.9 | 22.4 | 21.3 | 20.1 | 18.9 |
| PE (x) | 27.4 | 19.6 | 19.9 | 18.7 | 17.6 |
| PE - at target price (x) | 29.4 | 21.0 | 21.3 | 20.1 | 18.9 |
| EV/EBITDA (x) | 19.3 | 14.8 | 13.8 | 12.7 | 11.7 |
| EV/EBITDA - at target price (x) | 20.7 | 16.0 | 14.9 | 13.8 | 12.6 |
| P/BV (x) | 5.5 | 4.8 | 4.4 | 4.0 | 3.7 |
| P/BV - at target price (x) | 5.9 | 5.1 | 4.7 | 4.3 | 3.9 |
| P/CFO (x) | 24.5 | 14.3 | 17.0 | 16.6 | 15.7 |
| Price/sales (x) | 3.0 | 2.7 | 2.6 | 2.5 | 2.3 |
| Dividend yield (%) | 2.1 | 3.2 | 3.1 | 3.2 | 3.7 |
| FCF Yield (%) | 2.9 | 6.6 | 4.8 | 5.2 | 6.1 |
| (Bt) | | | | | |
| Normalized EPS | 1.6 | 2.1 | 2.2 | 2.3 | 2.5 |
| EPS | 1.6 | 2.2 | 2.2 | 2.3 | 2.5 |
| DPS | 0.9 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.6 |
| BV/share | 8.0 | 9.2 | 10.0 | 11.0 | 11.9 |
| CFO/share | 1.8 | 3.1 | 2.6 | 2.6 | 2.8 |
| FCF/share | 1.3 | 2.9 | 2.1 | 2.3 | 2.7 |

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

| FY ending Dec | 2020A | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Growth Rate | | | | | |
| Sales (%) | 13.1 | 12.3 | 3.8 | 6.0 | 6.3 |
| Net profit (%) | 22.3 | 39.8 | (1.4) | 6.2 | 6.3 |
| EPS (%) | 22.2 | 39.8 | (1.4) | 6.2 | 6.3 |
| Normalized profit (%) | 16.3 | 29.2 | 5.0 | 6.2 | 6.3 |
| Normalized EPS (%) | 16.3 | 29.2 | 5.0 | 6.2 | 6.3 |
| Dividend payout ratio (%) | 56.3 | 61.8 | 61.8 | 60.0 | 65.0 |
| Operating performance | | | | | |
| Gross margin (%) | 39.6 | 41.8 | 42.0 | 41.9 | 41.9 |
| Operating margin (%) | 13.4 | 15.1 | 15.4 | 15.4 | 15.4 |
| EBITDA margin (%) | 15.4 | 17.1 | 17.3 | 17.4 | 17.4 |
| Net margin (%) | 11.2 | 12.8 | 13.0 | 13.0 | 12.9 |
| D/E (incl. minor) (x) | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Net D/E (incl. minor) (x) | (0.1) | (0.3) | (0.3) | (0.4) | (0.4) |
| Interest coverage - EBIT (x) | 23.3 | 75.7 | 77.9 | 79.0 | 51.2 |
| Interest coverage - EBITDA (x) | 26.9 | 85.4 | 87.9 | 89.5 | 57.8 |
| ROA - using norm profit (%) | 12.8 | 14.7 | 14.0 | 13.9 | 13.5 |
| ROE - using norm profit (%) | 21.6 | 24.4 | 22.9 | 22.3 | 21.7 |
| DuPont | | | | | |
| ROE - using after tax profit (%) | 21.4 | 24.2 | 22.8 | 22.1 | 21.4 |
| - asset turnover (x) | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.0 |
| - operating margin (%) | 13.6 | 15.4 | 15.6 | 15.6 | 15.6 |
| - leverage (x) | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 1.6 | 1.6 |
| - interest burden (%) | 95.8 | 98.7 | 98.7 | 98.8 | 98.1 |
| - tax burden (%) | 85.7 | 84.4 | 84.4 | 84.4 | 84.4 |
| WACC (%) | 9.6 | 9.6 | 9.6 | 9.6 | 9.6 |
| ROIC (%) | 25.8 | 29.0 | 33.7 | 35.1 | 36.6 |
| NOPAT (Bt m) | 1,446 | 1,807 | 1,900 | 2,015 | 2,148 |
| invested capital (Bt m) | 6,236 | 5,635 | 5,746 | 5,875 | 5,811 |

*We expect ROIC to
surpass WACC*

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 90 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2203A, AMAT16C2206A, AOT16C2204A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2204A, BANP16C2205A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2207A, BCH16C2203A, BEC16C2205A, BEC16C2204A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CHG16C2207A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CRC16C2204A, DELT16C2203A, DTAC16C2203A, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, GLOB16C2203A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HANA16C2207A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2203A, IVL16C2206A, JMAR16C2206A, JMAR16C2205A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2206A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MTC16C2204A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2203A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTTE16C2203A, 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, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CRC, DELTA, DTAC, EA, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RCL, RS, SAWAD, SCC, SYNTEC, SET50, STA, STEC, TOP, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมกร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ ของบริษัท 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, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุณนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ตียะพิทยารัตน์
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, แพล

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
pattawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรคมป่ารุ่ง
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

นลภรณ์ 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 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