

BUY (Unchanged)
Change in Numbers

TP: Bt 18.00 (From: Bt 16.00)
Upside : 21.6%

18 MAY 2022

BEC World Pcl (BEC TB)

อยู่ในช่วงฟื้นตัว

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” BEC ด้วยคาดว่าจะอยู่ในโหมดฟื้นตัวต่อเนื่อง ปัจจัยหลักหนุนการเติบโตคือ การฟื้นตัวของอุตสาหกรรม คอนเทนต์ที่แข็งแกร่ง อัตราการใช้เวลาโฆษณาที่สูงขึ้น และฐานต้นทุนที่ต่ำลง เราคาดว่า EPS จะเติบโต 29/24% ในปี 2022-23F โดยมีราคาเป้าหมายที่ 18 บาท

ปรับเพิ่มประมาณการกำไร

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” BEC เนื่องจาก 1) เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้น 7/4/6% ในปี 2022-24F และปรับราคาเป้าหมายเป็น 18 บาท (จาก 16 บาท) การปรับเพิ่มประมาณการกำไรมีสาเหตุจากการปรับผังรายการขาย ยอดนิยมเพื่อแทนที่รายการรายได้เรตติ้งต่ำในช่วงสุดสัปดาห์ 2) เราคาดว่าส่วนแบ่งตลาดจะเพิ่มขึ้นในช่วงเริ่มต้นของการฟื้นตัวของอุตสาหกรรม เมื่ออัตราค่าโฆษณายิ่งคงต่ำ เนื่องจากเม็ดเงินน่าจะไปที่ช่องอันดับต้นๆ ก่อน 3) เม็ดเงินโฆษณาผ่านสื่อทีวี ซึ่งอยู่ในระดับต่ำสุดในปี 2020 ปัจจุบันอยู่ในโหมดฟื้นตัวแล้ว และ 4) เรามองว่า BEC นั้นไม่แพงที่ 22 เท่า ในปี 2023F ซึ่งคาดว่าจะผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวเต็มที่ เทียบกับการเติบโตของ EPS ที่ 29/24% ในปี 2022-23F

อุตสาหกรรมมีแนวโน้มฟื้นตัวแข็งแกร่งขึ้น

เม็ดเงินโฆษณารวม (adex) ลดลง 13/1% ในช่วงปีที่มีการระบาดของโควิดในปี 2020-21 โดยส่วนแบ่งเม็ดเงินผ่านสื่อทีวีเพิ่มขึ้นเป็น 59% ของเม็ดเงินโฆษณาทั้งหมดจาก 57% ในปี 2019 ส่วนเม็ดเงินโฆษณาทั้งหมด แม้จะมีการระบาดของอีคอมเมิร์ซ แต่ก็เติบโต 3.4% y-y ใน 4M22 แต่เม็ดเงินผ่านสื่อทีวีมีส่วนแบ่งลดลง 3.1% y-y ด้วยมีแนวโน้มเศรษฐกิจที่ดีขึ้น เราคาดว่าเม็ดเงินโฆษณารวมจะเติบโต 5.3/8.5% ในปี 2022-23F และเม็ดเงินผ่านสื่อทีวีมีอัตราการเติบโตที่แข็งแกร่งน้อยกว่าที่ 3% ต่อปี BEC เห็นแนวโน้มธุรกิจที่แข็งแกร่งขึ้น ด้วยช่วงโลว์ชิสันในเดือนเมษายนไม่อ่อนแอเท่าเดือนมีนาคมซึ่งเป็นช่วงที่มีการใช้เม็ดเงินโฆษณาที่สูงกว่า

ส่วนแบ่งกำไรเพิ่มขึ้น

ขณะที่คาดว่าเม็ดเงินโฆษณาผ่านสื่อทีวีจะเติบโต 3% ต่อปี แต่เราคาดว่า BEC จะมีการเติบโตของรายได้โฆษณาที่ 12/7% ในปี 2022-23F เนื่องจาก 1) ผู้เล่นชั้นนำมักจะได้ส่วนแบ่งการตลาดเพิ่มขึ้นในช่วงเริ่มต้นของช่วงฟื้นตัวของอุตสาหกรรม เราเชื่อว่า BEC เป็นผู้เล่นรายใหญ่เป็นอันดับสองรองจากช่อง 7 2) BEC มีรายการข่าวที่แข็งแกร่งที่สุดเมื่อเทียบกับช่องอื่น และมีแนวโน้มที่จะดีขึ้นในปีนี้ ด้วยการปรับผังรายการล่าสุดซึ่งแทนที่รายการข่าวเรตติ้งต่ำลงด้วยรายการข่าวที่มีอัตราค่าโฆษณาที่สูงกว่า 3) เนื่องจากรายการข่าวมีเรตติ้งสูง BEC จึงน่าจะมีส่วนแบ่งเพิ่มขึ้นในระหว่างการแข่งขันกับผู้วางรายการกรุงเทพมหานครในเดือนพ.ค. และการเลือกตั้งทั่วไปที่อาจเกิดขึ้นในปีนี้หรืออย่างช้าที่สุดเมื่อวาระของรัฐบาลสิ้นสุดในเดือนมีนาคม 2023

อัตราการใช้เวลาโฆษณาเพิ่มขึ้นหนุนอัตรากำไร

BEC กลับมามีกำไรตั้งแต่ปี 2021 แม้รายได้ค่อนข้างทรงตัว เนื่องจากฐานต้นทุนที่ลดลงอย่างมาก ในปีนี้เราคาดว่ารายได้ของบริษัทฯ จะเริ่มฟื้นตัวตามเศรษฐกิจและเม็ดเงินโฆษณารวม เราคาดว่าอัตราการใช้เวลาโฆษณาจะเพิ่มขึ้นเป็น 74/76% ในปี 2022-23F เทียบกับ 67% ในปี 2021 นอกจากนี้เรายังคาดว่าอัตราโฆษณารวมได้แตะจุดต่ำสุดแล้วในปี 2021 และฟื้นตัว 2/4% ในปี 2022-23F อัตราการใช้เวลาโฆษณา และอัตราค่าโฆษณาที่เพิ่มขึ้นคาดว่าจะหนุนให้ EBIT margin เพิ่มขึ้นเป็น 22/24% ในปี 2022-23F จาก 20% ในปี 2021



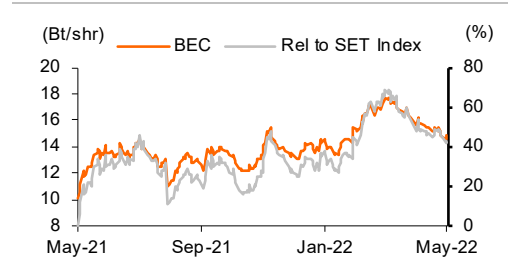
RATA LIMSUHIWANPOOM

662 – 483 8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	5,680	6,448	7,113	7,308
Net profit	762	1,088	1,345	1,446
Consensus NP	—	1,098	1,323	1,477
Diff frm cons (%)	—	(0.9)	1.7	(2.1)
Norm profit	847	1,088	1,345	1,446
Prev. Norm profit	—	1,019	1,293	1,359
Chg frm prev (%)	—	6.8	4.1	6.4
Norm EPS (Bt)	0.4	0.5	0.7	0.7
Norm EPS grw (%)	na	28.5	23.6	7.5
Norm PE (x)	34.9	27.2	22.0	20.5
EV/EBITDA (x)	9.0	8.0	7.2	6.9
P/BV (x)	4.8	4.4	4.2	4.1
Div yield (%)	0.0	3.3	4.1	4.4
ROE (%)	14.6	16.8	19.5	20.3
Net D/E (%)	(27.7)	(33.4)	(37.0)	(38.8)

PRICE PERFORMANCE



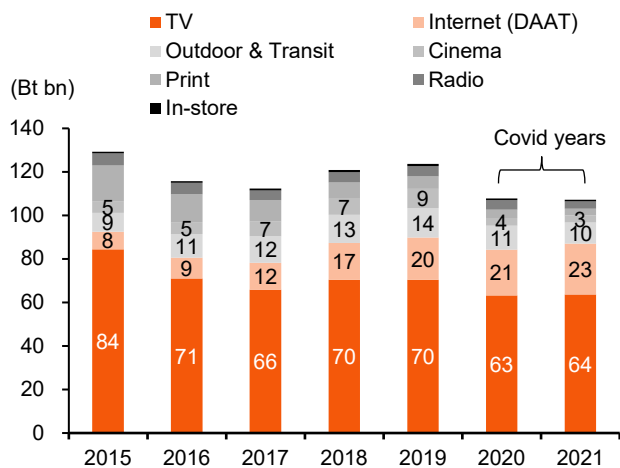
COMPANY INFORMATION

Price as of 18-May-22 (Bt)	14.80
Market Cap (US\$ m)	855.4
Listed Shares (m shares)	2,000.0
Free Float (%)	38.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	6.1
12M Price H/L (Bt)	17.70/9.60
Sector	MEDIA
Major Shareholder	Maleenont Family 45.5%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

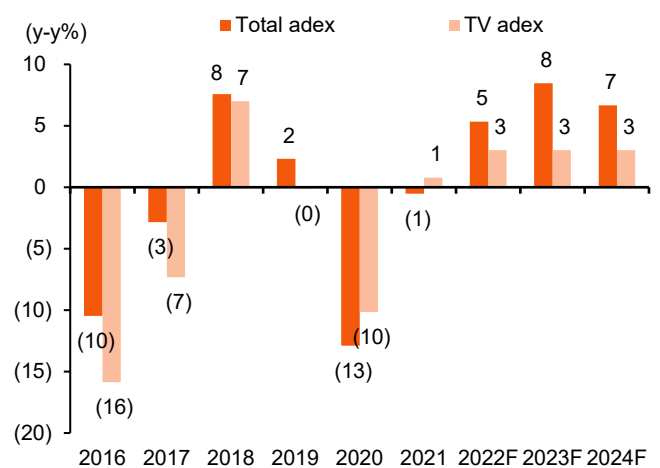
**กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ**

Ex 1: Adex Breakdown



Source: Nielsen Thailand

Ex 2: We Estimate A TV Adex 3/3% Recovery In 2022-23F



Sources: Nielsen Thailand, Thanachart estimates

Ex 3: Flat April Adex m-m, Despite The Low Season

(Bt m)	1Q22	y-y%	Apr-22	y-y%	m-m%
Total adex	27,089	0.3	10,099	5.1	(1.2)
TV	15,000	(4.5)	5,686	0.7	0.2
Internet	6,163	3.2	2,253	9.2	0.0
Outdoor& Transit	2,630	7.2	1,049	13.8	(3.0)
Cinema	1,736	43.7	502	30.7	(19.3)
Print	661	(15.6)	237	(1.7)	(2.5)
Radio	715	(3.2)	286	1.4	4.0
In-store	184	15.7	86	21.1	19.4

Source: Nielsen Thailand

Ex 4: Adex By Sector, Accounting For 60% of 2019's Level

	2019	2020	2021	4M22	y-y%
Food & beverage	18,308	16,829	18,175	6,354	(4)
Personal care	14,443	15,312	14,853	4,952	(6)
Media & marketing	13,374	11,611	11,727	1,966	27
Automotive	9,652	6,463	6,204	1,974	(18)
Travel	6,420	2,771	1,136	518	26
Finance	6,041	4,635	3,662	1,222	(6)
Pharmaceuticals	5,684	5,868	5,751	1,873	(6)
Telecommunication	5,048	4,739	4,218	1,077	(12)

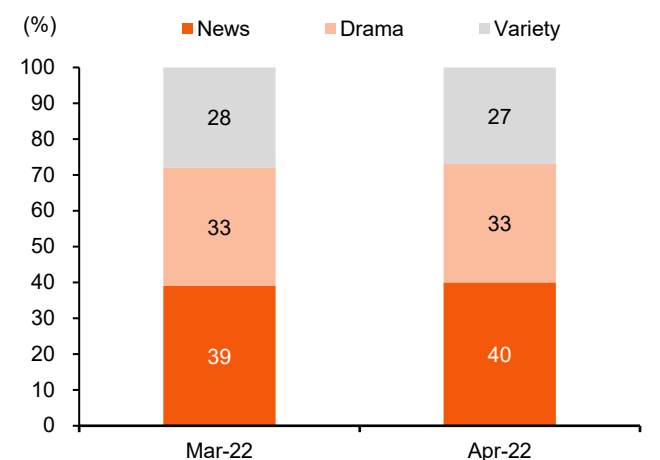
Source: Nielsen Thailand

Ex 5: Program Reshuffle in April Raised News Content...



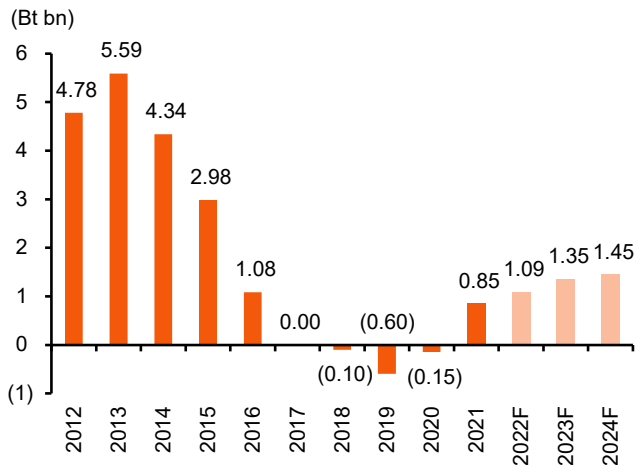
Source: Company data

Ex 6: ...And Cut Low-rating Variety Content

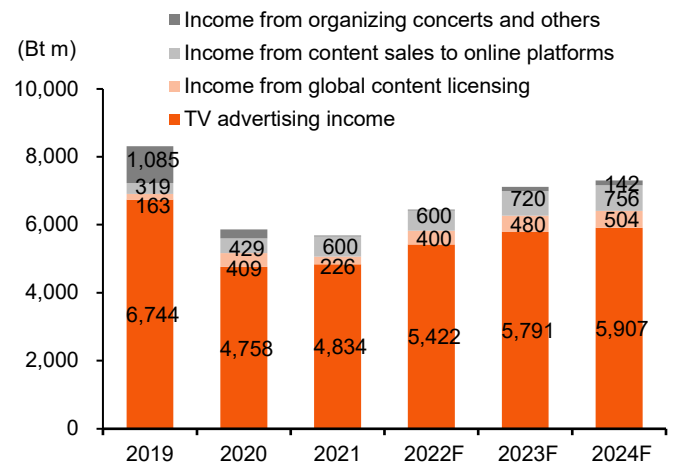


Source: Thanachart compilation

Note: percentage breakdown is based on timeslot

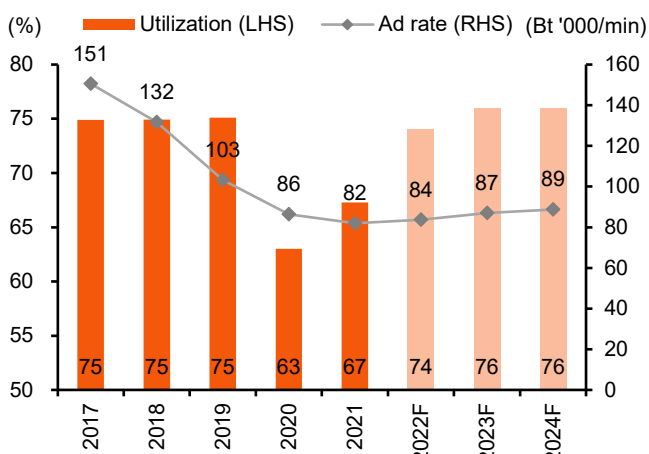
Ex 7: We Estimate 29/24% Earnings Growth In 2022-23F

Sources: Company data, Thanachart estimates

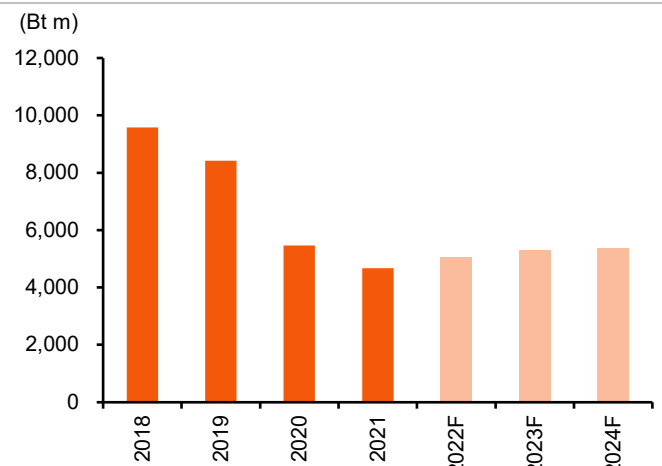
Ex 8: Our Revenue Forecasts

Sources: Company data, Thanachart estimates

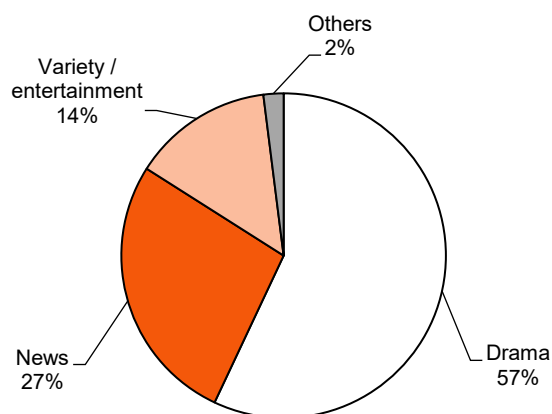
Note: 2019 included revenue from 60% JV BEC Tero which already divested in 4Q20

Ex 9: Our Utilization And Ad Rate Forecasts

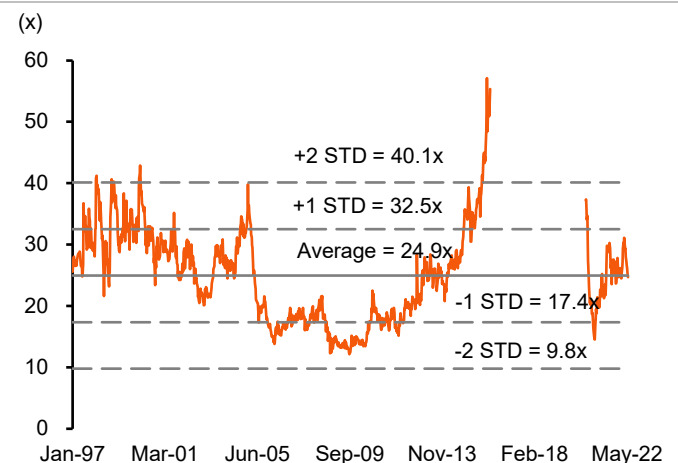
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: New, Lower Cost Base

Sources: Company data, Thanachart estimates

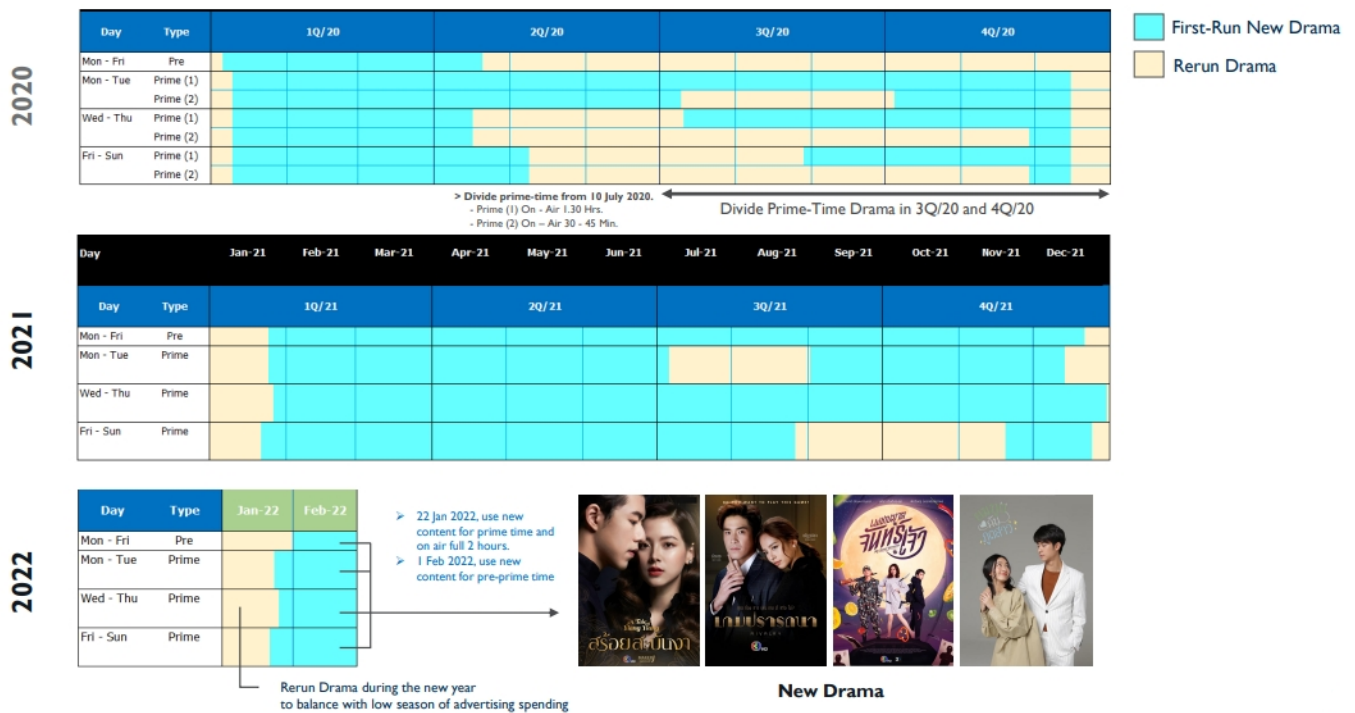
Ex 11: Revenue Breakdown By Content In 2021

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: 2023F PE De-rated From Pre-liberalization Level

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 13: BEC To Increase New Prime-time Soaps From 2Q22 Amid An Advertising Spending Recovery



Source: Company data

Ex 14: Our Key Assumption Changes

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Advertising income (Bt m)						
New	6,744	4,758	4,834	5,422	5,791	5,907
Old				5,361	5,752	5,867
Change (%)				1.1	0.7	0.7
TV - Utilization (%)						
New	75.1	63.4	67.3	74.0	76.0	76.0
Old				72.0	75.0	75.0
Change (%)				2.0	1.0	1.0
Normalized profit (Bt m)						
New	(596)	(146)	847	1,088	1,345	1,446
Old				1,019	1,293	1,359
Change (%)				6.8	4.1	6.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 15: 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	3,419	3,739	3,868	3,963	4,032	4,113	4,200	4,291	4,386	4,485	4,588	—
Free cash flow	2,936	3,128	3,354	3,429	3,505	3,570	3,639	3,712	3,787	3,866	3,948	41,803
PV of free cash flow	2,928	2,545	2,460	2,268	2,091	1,872	1,713	1,569	1,437	1,317	1,208	10,905
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.3											
WACC (%)	10.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	33,365											
Net debt (2021)	(1,718)											
Minority interest	0											
Equity value	35,083											
# of shares (m)	2,000											
Target price/share (Bt)	18.0											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 16: Valuation Comparison With Regional 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 (%)
Entertainment Ne	ENIL IN	India	na	104.0	40.1	19.7	1.2	1.2	8.0	6.3	0.8	1.9
Sun TV Network	SUNTV IN	India	8.7	7.9	10.0	9.3	2.1	1.9	5.7	5.0	4.9	5.9
Zee Entertainment	Z IN	India	45.7	31.7	19.9	15.1	2.2	1.9	12.5	10.1	1.4	1.7
Surya Citra Media	SCMA IJ	Indonesia	(6.3)	19.9	12.0	10.0	2.3	2.1	8.1	6.8	3.3	4.2
Media Nusantara	MNCN IJ	Indonesia	8.2	9.5	4.8	4.4	0.7	0.6	3.7	3.4	1.7	4.5
Beijing Gehua	600037 CH	China	40.0	33.3	43.7	32.8	1.0	1.0	6.2	5.5	0.7	0.9
Media Prima Bhd	MPR MK	Malaysia	31.8	16.2	8.8	7.5	0.9	0.9	2.8	2.7	4.0	4.3
BEC World*	BEC TB	Thailand	28.5	23.6	27.2	22.0	4.4	4.2	8.0	7.2	3.3	4.1
MAJOR Cineplex*	MAJOR TB	Thailand	na	10.6	17.4	15.7	2.5	2.4	10.5	9.3	4.6	5.1
Plan B Media*	PLANB TB	Thailand	na	48.7	67.2	45.2	4.5	4.3	10.4	9.6	0.7	1.8
RS Pcl*	RS TB	Thailand	117.6	79.1	57.2	31.9	6.9	6.4	22.4	13.5	1.4	2.5
VGI Global Media**	VGI TB	Thailand	na	na	na	85.8	1.9	1.9	72.4	33.2	0.0	0.2
Average			34.3	35.0	28.0	25.0	2.6	2.4	14.2	9.4	2.2	3.1

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth

** VGI's fiscal year ends in March.

Based on 18-May-22 closing price

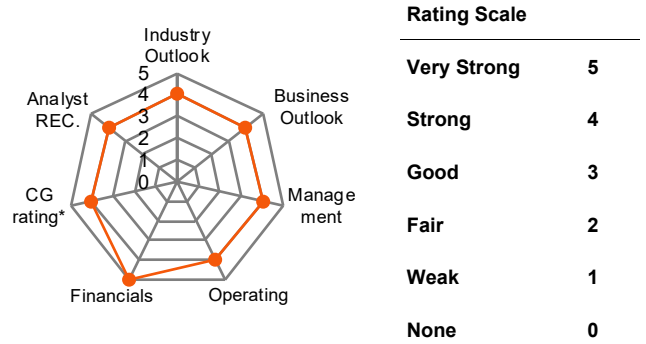
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท บีอีซี เวิลด์ จำกัด (มหาชน) (BEC) เป็นบริษัทโฮลดิ้ง ที่ทำธุรกิจสื่อหลากหลาย โดยสามารถแยกออกเป็นกลุ่มตามลักษณะของธุรกิจที่ดำเนินการได้ดังนี้ คือ 1) กลุ่มธุรกิจดำเนินการออกอากาศและสื่อโฆษณา ซึ่งประกอบด้วย ธุรกิจโทรทัศน์ และสื่อข่าว 2) กลุ่มธุรกิจดำเนินการจัดหา-ผลิตรายการ และจัดจำหน่ายรายการ และ 3) ผลิตและจัดแสดงคอนเสิร์ต ไลฟ์ และกิจกรรมต่างๆ

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- BEC มีงบดุลที่แข็งแกร่งอย่างมาก
- BEC มีนักแสดงเป็นของตัวเอง
- มีส่วนแบ่งผู้ชมเป็นอันดับสองรองจากช่อง 7.

O — Opportunity

- ด้วยโอกาสในการขยายไปยังแพลตฟอร์มดิจิทัลและออนไลน์ใหม่ BEC จึงน่าจะสามารมีรายได้เพิ่มเติม

W — Weakness

- มีโอกาสในการลงทุนน้อยและยังห่างไกล ดังนั้นจึงยังไม่เร่งลงทุนในขณะนี้

T — Threat

- การเปิดเสรีอุตสาหกรรมจะทำให้มีคู่แข่งมากขึ้นในตลาด และทำให้ความสามารถในการทำกำไรลดลง
- ส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้นของแพลตฟอร์มดิจิทัล ทำให้ผู้โฆษณามีทางเลือกมากขึ้นและส่งผลกระทบต่อค่าการปรับขึ้นอัตราค่าโฆษณาของ BEC

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	17.29	18.00	4%
Net profit 22F (Bt m)	1,098	1,088	-1%
Net profit 23F (Bt m)	1,323	1,345	2%
Consensus REC	BUY: 9	HOLD: 1	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิปี 2022-23F และราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากรายได้จากลิขสิทธิ์และออนไลน์ต่ำกว่าคาด
- หากมีอัตราการใช้เวลาโฆษณาที่ดึ้นต่ำกว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากต้นทุนการผลิตรายการของบริษัทฯ สูงกว่าประมาณการปัจจุบัน
- หากการพัฒนาของช่องทีวีดิจิทัล และแพลตฟอร์มออนไลน์อื่นเร็วกว่าคาด
- หากเม็ดเงินโฆษณาในประเทศฟื้นตัวช้ากว่าคาด
- หากรายได้ค่าลิขสิทธิ์และออนไลน์น้อยกว่าที่คาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	5,861	5,680	6,448	7,113	7,308
Cost of sales	4,583	3,789	4,157	4,429	4,481
Gross profit	1,278	1,891	2,291	2,684	2,828
% gross margin	21.8%	33.3%	35.5%	37.7%	38.7%
Selling & administration expenses	1,344	763	880	957	976
Operating profit	(66)	1,128	1,411	1,727	1,852
% operating margin	-1.1%	19.9%	21.9%	24.3%	25.3%
Depreciation & amortization	2,102	1,987	2,008	2,012	2,016
EBITDA	2,036	3,115	3,419	3,739	3,868
% EBITDA margin	34.7%	54.8%	53.0%	52.6%	52.9%
Non-operating income	47	47	46	51	53
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(117)	(97)	(97)	(97)	(97)
Pre-tax profit	(135)	1,078	1,361	1,682	1,808
Income tax	98	231	272	336	362
After-tax profit	(233)	847	1,088	1,345	1,446
% net margin	-4.0%	14.9%	16.9%	18.9%	19.8%
Shares in affiliates' Earnings	(2)	0	0	0	0
Minority interests	90	(0)	0	0	0
Extraordinary items	(68)	(86)	0	0	0
NET PROFIT	(214)	762	1,088	1,345	1,446
Normalized profit	(146)	847	1,088	1,345	1,446
EPS (Bt)	(0.1)	0.4	0.5	0.7	0.7
Normalized EPS (Bt)	(0.1)	0.4	0.5	0.7	0.7

We project a 2022-23F earnings turnaround of 29/24%

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	3,889	5,708	5,465	5,882	6,116
Cash & cash equivalent	2,598	4,718	4,330	4,630	4,830
Account receivables	1,117	830	954	1,052	1,081
Inventories	2	0	0	0	0
Others	171	159	181	199	205
Investments & loans	41	70	70	70	70
Net fixed assets	268	184	180	246	234
Other assets	5,321	4,361	4,301	4,170	4,153
Total assets	9,519	10,323	10,015	10,367	10,572
LIABILITIES:					
Current liabilities:	818	3,835	820	940	932
Account payables	474	390	433	461	466
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	0	3,000	0	0	0
Others current liabilities	344	445	387	479	466
Total LT debt	2,999	0	2,064	2,024	2,026
Others LT liabilities	293	295	339	362	382
Total liabilities	4,110	4,130	3,224	3,326	3,340
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Share premium	1,167	1,167	1,167	1,167	1,167
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(73)	(50)	(50)	(50)	(50)
Retained earnings	2,315	3,076	3,675	3,925	4,115
Shareholders' equity	5,409	6,193	6,792	7,042	7,232
Liabilities & equity	9,519	10,323	10,015	10,367	10,572

Balance sheet still strong, on our estimates

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(135)	1,078	1,361	1,682	1,808
Tax paid	(97)	(246)	(264)	(340)	(359)
Depreciation & amortization	2,102	1,987	2,014	2,019	2,025
Chg In working capital	(0)	205	(81)	(70)	(24)
Chg In other CA & CL / minorities	(276)	128	(87)	77	(21)
Cash flow from operations	1,593	3,153	2,942	3,368	3,429
Capex	(55)	(21)	(120)	(195)	(120)
Right of use	(95)	75	(30)	(30)	(30)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	78	(28)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(1,410)	(1,082)	(1,755)	(1,707)	(1,825)
Cash flow from investments	(1,481)	(1,056)	(1,905)	(1,932)	(1,975)
Debt financing	(330)	1	(936)	(40)	2
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	0	0	(490)	(1,095)	(1,256)
Warrants & other surplus	(0)	22	0	0	0
Cash flow from financing	(330)	23	(1,426)	(1,136)	(1,254)
Free cash flow	1,538	3,132	2,822	3,173	3,309

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	34.9	27.2	22.0	20.5
Normalized PE - at target price (x)	na	42.5	33.1	26.8	24.9
PE (x)	na	38.9	27.2	22.0	20.5
PE - at target price (x)	na	47.3	33.1	26.8	24.9
EV/EBITDA (x)	14.7	9.0	8.0	7.2	6.9
EV/EBITDA - at target price (x)	17.9	11.0	9.9	8.9	8.6
P/BV (x)	5.5	4.8	4.4	4.2	4.1
P/BV - at target price (x)	6.7	5.8	5.3	5.1	5.0
P/CFO (x)	18.6	9.4	10.1	8.8	8.6
Price/sales (x)	5.1	5.2	4.6	4.2	4.1
Dividend yield (%)	0.0	0.0	3.3	4.1	4.4
FCF Yield (%)	5.2	10.6	9.5	10.7	11.2
(Bt)					
Normalized EPS	(0.1)	0.4	0.5	0.7	0.7
EPS	(0.1)	0.4	0.5	0.7	0.7
DPS	0.0	0.0	0.5	0.6	0.7
BV/share	2.7	3.1	3.4	3.5	3.6
CFO/share	0.8	1.6	1.5	1.7	1.7
FCF/share	0.8	1.6	1.4	1.6	1.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

We forecast higher free-cash flow yields

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(29.5)	(3.1)	13.5	10.3	2.8
Net profit (%)	na	na	42.9	23.6	7.5
EPS (%)	na	na	42.9	23.6	7.5
Normalized profit (%)	na	na	28.5	23.6	7.5
Normalized EPS (%)	na	na	28.5	23.6	7.5
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	90.0	90.0	90.0
Operating performance					
Gross margin (%)	21.8	33.3	35.5	37.7	38.7
Operating margin (%)	(1.1)	19.9	21.9	24.3	25.3
EBITDA margin (%)	34.7	54.8	53.0	52.6	52.9
Net margin (%)	(4.0)	14.9	16.9	18.9	19.8
D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.5	0.3	0.3	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	0.1	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.4)
Interest coverage - EBIT (x)	na	11.7	14.6	17.9	19.1
Interest coverage - EBITDA (x)	17.5	32.2	35.3	38.7	39.9
ROA - using norm profit (%)	na	8.5	10.7	13.2	13.8
ROE - using norm profit (%)	na	14.6	16.8	19.5	20.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	14.6	16.8	19.5	20.3
- asset turnover (x)	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
- operating margin (%)	na	20.7	22.6	25.0	26.1
- leverage (x)	1.9	1.7	1.6	1.5	1.5
- interest burden (%)	724.6	91.8	93.4	94.6	94.9
- tax burden (%)	na	78.6	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9
ROIC (%)	(1.1)	15.3	25.2	30.5	33.4
NOPAT (Bt m)	(66)	886	1,129	1,382	1,482
invested capital (Bt m)	5,810	4,475	4,526	4,435	4,428

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

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

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 76 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANP16C2205A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGR16C2205A, BLA16C2205A, BLA16C2208A, CBG16C2205A, CBG16C2207A, CHG16C2207A, COM716C2205A, COM716C2208A, COM716C2209A, CPF16C2205A, DOHO16C2207A, EA16C2205A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, GPSC16C2205A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2205A, GULF16C2207A, GUNK16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2205A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2206A, JMAR16C2205A, JMAR16C2206A, JMT16C2205A, JMT16C2207A, KBAN16C2206A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, KCE16C2208A, KCE16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, OR16C2205A, PTG16C2209A, PTT16C2205A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2205A, RCL16C2208A, RS16C2205A, S016C2206A, S5016C2209A, S5016P2206A, S5016P2206B, S5016P2209A, SAWA16C2205A, SCB16C2208A, SPRC16C2209A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TRUE16C2205A, TRUE16C2205B, TTA16C2207A, TTA16C2208A (underlying securities are AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPF, DOHOME, EA, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MEGA, MINT, OR, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, RS, SET50, SAWAD, SCB, SPRC, SYNEX, TOP, TRUE, TTA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีส่วนในการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง 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 และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ 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 ธนชาติ 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 มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอัคริณี ไตรลัคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ 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, เติบโต
พัทธดนย์ บุณนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
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 ผู้พัฒนทรัพย์กุล, 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 เรืองสินัญญา
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
ภัทรวลลีย์ 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, บ้าน
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
นลินภรณ์ 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 สดภาพ
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