

BUY (Unchanged)

Company Update

TP: Bt 10.00 (Unchanged)

Upside : 13.6%

20 MAY 2022

Bangkok Exp. & Metro (BEM TB)

แนวโน้มฟื้นตัว

การผ่อนคลายข้อจำกัดของโควิด-19 ที่มากขึ้น ทำให้ยอดการใช้ทางด่วนและผู้โดยสารของ BEM ฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องเป็น 80% และ 60% ของระดับก่อนเกิดโควิด-19 และเรายังคงคาดว่ากำไรจะเติบโตเฉลี่ยที่ 53% ในปี 2022-24F เช่นเดิม นอกจากนี้เรายังเห็นปัจจัยหนุนราคาหุ้นในระยะสั้นจากการประมูลโครงการสายสีส้มตะวันตกในปีหน้าด้วย คงคำแนะนำ “ซื้อ”



SAKSID PHADTHANANARAK

662 – 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

คงคำแนะนำ “ซื้อ”

เราปรับประมาณการกำไร และคงคำแนะนำ “ซื้อ” BEM ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2022F) ที่ 10 บาท/หุ้น เราคาดว่าปัจจัยผลักดันราคาหุ้นมาจาก 1) การฟื้นตัวของกำไรที่แข็งแกร่งจากการฟื้นตัวของยอดการใช้ทางด่วนและจำนวนผู้โดยสาร และผลประโยชน์จากการมี operating leverage ที่สูง และ 2) มีโครงการที่มีโอกาสได้อีกมาก โดยเฉพาะรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก ซึ่งการรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนแห่งประเทศไทย (รฟม.) กำหนดให้เปิดประมูลในปีนี้, รถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้ ซึ่งขณะนี้อยู่ระหว่างการก่อสร้างและ รฟม. มีแนวโน้มจะเปิดประมูลผู้ประกอบการในปี 2026-27 และทางด่วน 2 ชั้น ซึ่งอยู่ในขั้นตอนของการประเมินผลกระทบสิ่งแวดล้อม

กำไรเติบโตเฉลี่ยที่ 53% ในปี 2022-24F

หลังจากยอดการใช้ทางด่วนลดลงเหลือ 69% ของระดับก่อนโควิด-19 ในปี 2021 และจำนวนผู้โดยสารเหลือ 44% การผ่อนคลายข้อจำกัดของโควิด-19 ทำให้ยอดการใช้ทางด่วนของ BEM ฟื้นตัวเป็น 78% ของระดับก่อนโควิด-19 และจำนวนผู้โดยสารอยู่ที่ 55% จนถึงเดือนนี้ ด้วยโรงเรียนที่กลับมาเปิดเรียนที่โรงเรียน ศูนย์นันทนาการกลับมาจัดกิจกรรม และนักท่องเที่ยวต่างชาติมากขึ้นหลังจากการผ่อนคลายข้อจำกัดการเข้าประเทศไทย ผู้บริหาร BEM จึงเห็นยอดการใช้ทางด่วนอยู่ที่ 80% ของระดับก่อนโควิดในปี 2019 และจำนวนผู้โดยสารอยู่ที่ 60% เราคาดว่ายอดการใช้ทางด่วนของ BEM จะอยู่ที่ 85/98/100% ของระดับก่อนโควิด-19 ในปี 2022-24F และจำนวนผู้โดยสารอยู่ที่ 59/83/99% ซึ่งจะหนุนให้กำไรเติบโต 110/49/14% y-y ในปี 2022-24F

สายสีส้มตะวันตกเปิดประมูลในปีนี้

ผู้บริหาร BEM คาดว่า รฟม. จะประกาศ TOR สำหรับโครงการรถไฟฟ้าใต้ดินสายสีส้มตะวันตกมูลค่า 1.28 แสนลบ. ภายในเดือนมิถุนายนปีนี้ ยื่นซองประมูลภายในเดือนตุลาคม และประกาศผลผู้ชนะภายในสิ้นปีนี้ เรามองว่า BEM เป็นมีโอกาที่จะเป็นผู้ชนะ เนื่องจาก 1) BEM มีประสบการณ์ ด้วยเป็นผู้ให้บริการรถไฟฟ้าใต้ดินเพียงรายเดียวในประเทศไทย 2) ข้อได้เปรียบในการดำเนินงานเนื่องจาก BEM สามารถใช้อุปกรณ์บางส่วนที่มีอยู่ในปัจจุบันสำหรับดำเนินการสายนี้ได้ และ 3) มีความสามารถในการก่อสร้างเนื่องจากบริษัทแม่ของ BEM คือ บมจ. ช.การช่าง (CK “ซื้อ”) หาก BEM ชนะโครงการ และเราสมมติให้ IRR อยู่ที่ 10% เราคาดว่าจะมีมูลค่าเพิ่มจากราคาเป้าหมายของเราที่ 1 บาท/หุ้น

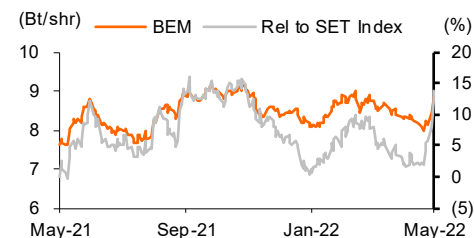
อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่สูงไม่ใช่ปัจจัยกังวล

การลงทุนในส่วนต่อขยายรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงิน ทางด่วน SOE และวิกฤตการณ์โควิด-19 ทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนของ BEM เพิ่มขึ้นเป็น 1.8 เท่า ในปี 2021 เทียบกับ covenant ที่ 2.5 เท่า อย่างไรก็ตาม หากเราไม่รวมหนี้ 8 พันลบ. สำหรับระบบ M&E ของรถไฟฟ้าสายสีม่วงเหนือ ซึ่ง รฟม. จะต้องชำระคืนให้ BEM ในอีก 4 ปีข้างหน้า อัตราส่วนนี้จะลดลงเหลือ 1.5 เท่า ในปี 2022F และแม้ BEM จะชนะโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก เราก็ไม่คาดว่าจะประสบปัญหาทางการเงินเนื่องจากโครงการต้องใช้เงินลงทุนเพียง 3.2 หมื่นลบ. ขณะที่ส่วนที่เหลืออีก 9.6 หมื่นลบ. จะได้รับการอุดหนุนอย่างเต็มที่จากรัฐบาล

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	10,727	12,992	15,169	16,119
Net profit	1,010	2,125	3,155	3,586
Norm profit	1,010	2,125	3,155	3,586
Consensus NP	—	2,671	3,857	4,442
Diff frm cons (%)	—	(20.5)	(18.2)	(19.3)
Prev. Norm profit	—	2,216	3,266	3,715
Chg frm prev (%)	—	(4.1)	(3.4)	(3.5)
Norm EPS (Bt)	0.1	0.1	0.2	0.2
Norm EPS grw (%)	(50.7)	110.4	48.5	13.7
Norm PE (x)	133.2	63.3	42.6	37.5
EV/EBITDA (x)	55.0	35.8	27.9	25.3
P/BV (x)	3.6	3.5	3.2	3.0
Div yield (%)	0.9	0.4	0.6	0.7
ROE (%)	2.7	5.5	7.8	8.4
Net D/E (%)	184.1	168.4	146.4	139.7

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

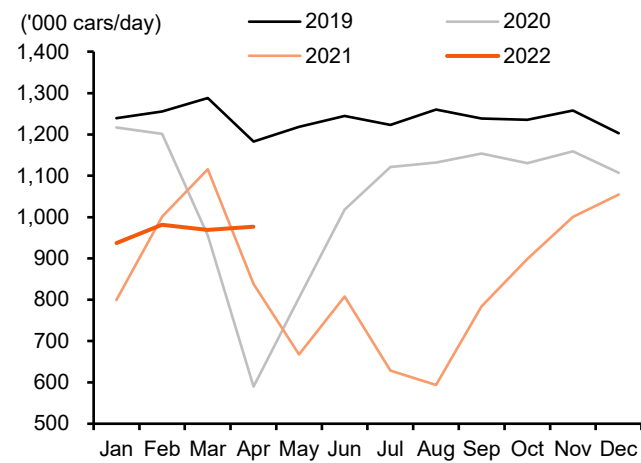
Price as of 20-May-22 (Bt)	8.80
Market Cap (US\$ m)	3,925.1
Listed Shares (m shares)	15,285.0
Free Float (%)	53.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	10.8
12M Price H/L (Bt)	9.15/7.60
Sector	Transportation
Major Shareholder	CK Pcl 31.3%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

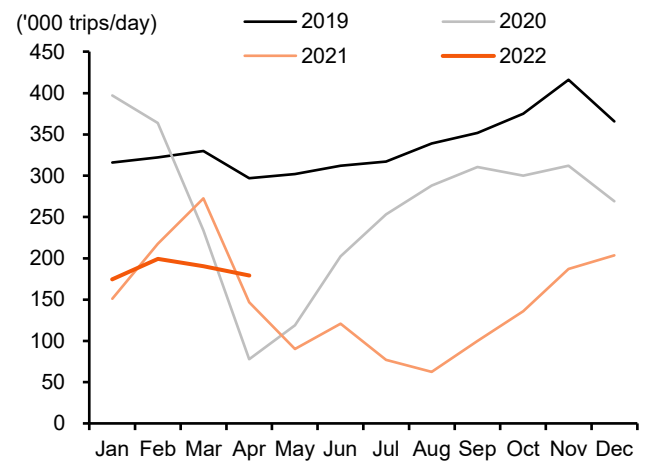
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

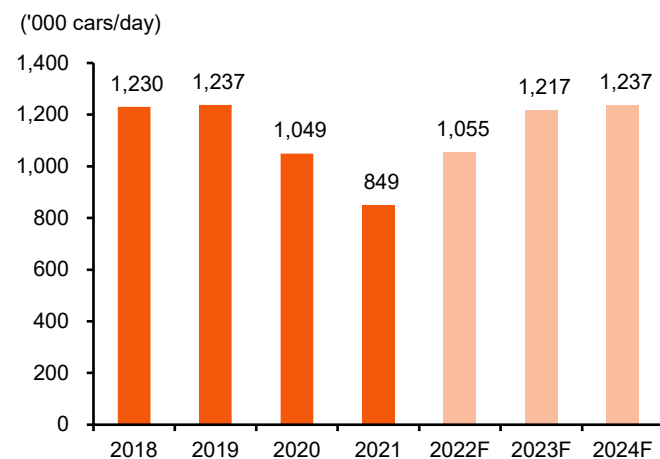


Ex 1: BEM's Traffic Volume

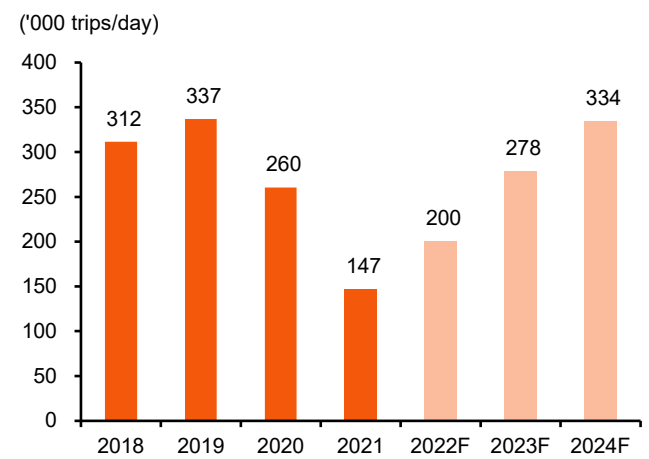
Source: Company data

Ex 2: BEM's Ridership

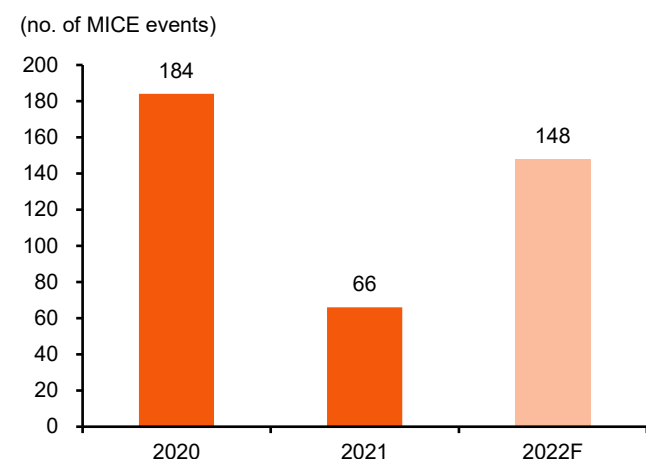
Source: Company data

Ex 3: Our Traffic Volume Forecasts

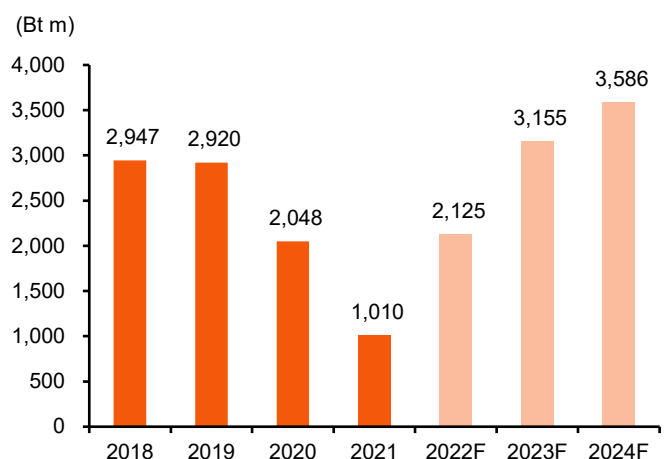
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Our Ridership Forecasts

Sources: Company data, Thanachart estimates

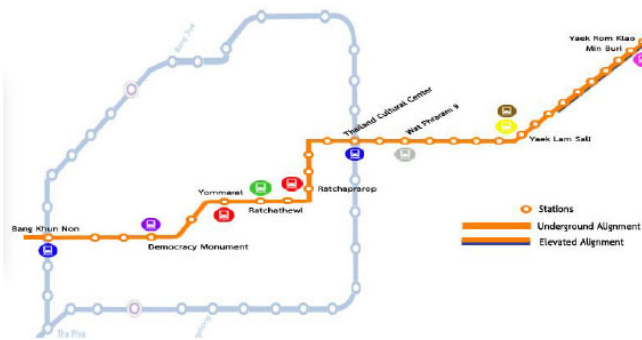
Ex 5: MICE Events To Boost BEM's Traffic & Ridership

Sources: Impact Muang Thong Thani, Bangkok International Trade & Exhibition Centre, Queen Sirikit National Convention Center, Thailandexhibition.com

Ex 6: Our Normalized Earnings Forecasts

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Orange Line Project



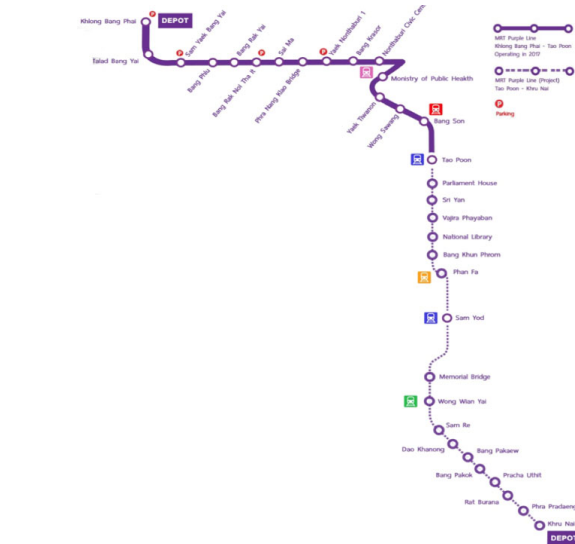
Source: Company data

Ex 8: Orange Line Project's Details

	Orange Line (West)	Orange Line (East)
Distance	17.5km	21km
Station	11 underground stations	10 underground and 7 elevated stations
Concession	PPP net cost	
Expected timeline	2027	2025
Regulator	MRTA	
Project investment	Civil	Bt96,012m (full subsidy)
	M & E	Bt32,116m
Construction progress		93.55% (Civil work)

Source: Company data

Ex 9: Purple Line Project



Source: Company data

Ex 10: Purple Line Project's Details

	Purple Line (North)	Purple Line (South)
Distance	23km	23.6km
Station	16 elevated stations	10 underground and 7 elevated stations
Concession	PPP gross cost	
Expected timeline	Operating	
Regulator	MRTA	
Project investment	Civil	Invested by MRTA
	M & E	Invested by MRTA
Construction progress		Contractors are preparing for construction

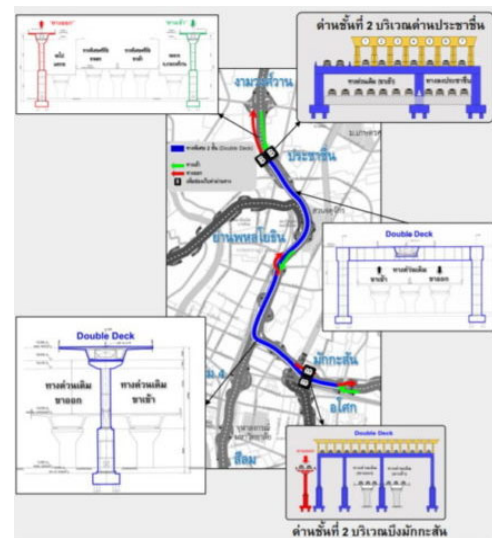
Source: Company data

Ex 11: Bottleneck On Current Expressway



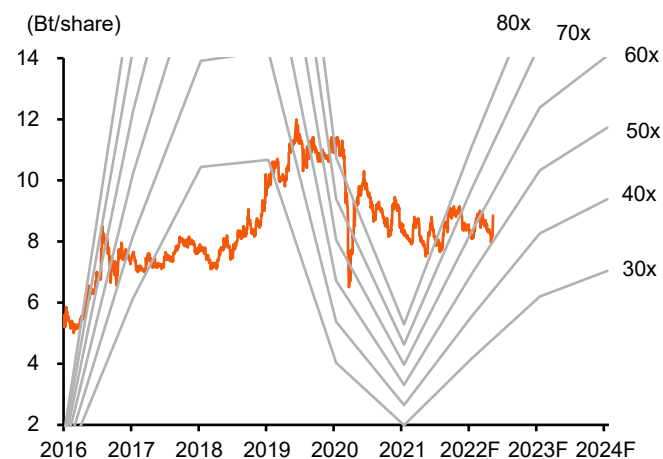
Sources: Company data, Thaipublica.org

Ex 12: Double-deck Expressway Project



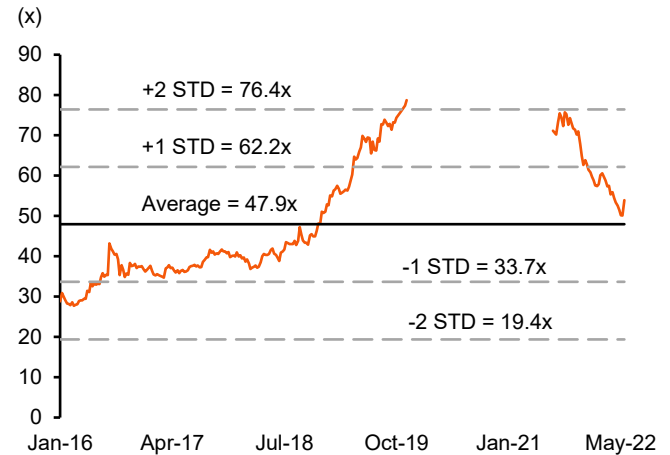
Sources: Company data, Thaipublica.org

Ex 13: BEM's PE Band



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 14: BEM's Standard Deviation



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 15: Our SOTP-derived DCF-based 12-month Valuation Of BEM

Sum-of-the-parts	% holding	(Bt m)
Enterprise value		200,071
Investment equity value		15,427
TTW	18.47%	7,370
CKP	16.64%	8,058
Total enterprise value		215,498
(Less) Net debt (as at end-2021)		(69,410)
(Less) Minority interest		(2)
Total equity value		146,087
# of shares (fully diluted) (m shares)		15,285
Sum-of-the-parts		10

Source: 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 (%)
Guangshen Railway	601333 CH	China	53.6	na	na	43.8	0.5	0.5	13.2	6.0	0.3	1.2
Central Japan Railway	9022 JP	Japan	na	26.8	14.4	11.4	0.9	0.8	9.9	8.1	0.8	0.8
Keisei Electric Railway	9009 JP	Japan	na	na	17.2	na	1.3	na	19.1	na	0.5	na
MTR Corp Ltd	66 HK	Hong Kong	19.5	8.3	23.7	21.9	1.5	1.4	20.7	16.0	3.0	3.1
Jungfraubahn Holding	JFN SW	Switzerland	na	184.1	55.9	19.7	1.3	1.3	15.2	10.2	1.2	1.9
Jiangsu Expressway	177 HK	China	(16.9)	33.8	9.7	7.3	1.1	1.0	9.6	7.8	6.9	7.0
Shenzhen Expressway	548 HK	China	9.0	5.0	5.8	5.5	0.6	0.6	9.0	8.6	9.1	9.5
Zhejiang Expressway	576 HK	China	43.2	4.6	5.1	4.8	0.8	0.7	4.3	4.1	6.8	7.3
Anhui Expressway	995 HK	China	na	na	na	19.6	0.8	0.7	4.2	3.9	10.6	11.7
Jasa Marga Persero	JSMR IJ	Indonesia	na	32.1	16.0	12.1	1.1	1.0	9.5	7.9	0.9	1.3
Bangkok Express & Metro	BEM TB*	Thailand	110.4	48.5	63.3	42.6	3.5	3.2	35.8	27.9	0.4	0.6
BTS Group Holdings	BTS TB*	Thailand	(16.7)	(4.8)	60.5	63.5	2.0	2.0	74.5	65.6	1.0	0.9
Average			28.9	37.6	27.2	22.9	1.3	1.2	18.8	15.1	3.5	4.1

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates , using Thanachart normalized EPS

** BTS's FY22 financial year ends in March 2022. Its first forecast year is FY23F.

Based on 20-May-22 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ (BEM) เป็นบริษัทที่ควบรวมระหว่าง บมจ. ทางด่วนกรุงเทพ (BECL TB) และบมจ. รถไฟฟ้ากรุงเทพ (BMCL TB) ดำเนินการบริหารโครงการทางด่วนและรถไฟฟ้าในประเทศไทย ภายใต้สัญญาสัมปทานแบบ Build-Transfer-operate จากการทางพิเศษแห่งประเทศไทยและการรถไฟแห่งประเทศไทย

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ทางด่วน และรถไฟฟ้าใต้ดินของ BEM มีเส้นทางผ่านใจกลางกรุงเทพฯ และมีจำนวนผู้ใช้บริการที่ดี
- สร้างกระแสเงินสดได้อย่างสม่ำเสมอและยั่งยืน

O — Opportunity

- การขยายเครือข่ายเส้นทางของ BEM น่าจะช่วยให้ผู้โดยสารและผู้ขับขี่รถยนต์เข้ามาใช้บริการระบบขนส่งที่มีอยู่
- การลงทุนในโครงการโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาลจะสร้างโอกาสในการเติบโตสำหรับ BEM
- มีผู้ประกอบการเพียง 2 รายที่ดำเนินโครงการระบบขนส่งมวลชนในประเทศไทยในปัจจุบัน

CONSENSUS COMPARISON

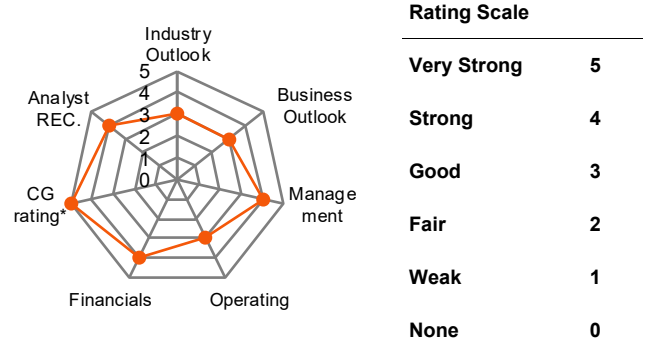
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	9.90	10.00	1%
Norm profit 22F (Bt m)	2,671	2,125	-20%
Norm profit 23F (Bt m)	3,857	3,155	-18%
Consensus REC	BUY: 15	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2022-23F ของเรต่ำกว่าของโบรกเกอร์อื่น 18-20% เนื่องจากเราให้สมมติฐานยอดการใช้ทางด่วนและผู้โดยสารของ BEM อย่างระมัดระวังขึ้น
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาดเล็กน้อย เนื่องจากเรามองบวกต่อแนวโน้มกำไรและมูลค่าในระยะยาวของบริษัทฯ

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ตลาดรายได้ของ BEM จำกัดเฉพาะแต่ในกรุงเทพฯ
- ธุรกิจอยู่ภายใต้สัมปทาน ทำให้มีความเสี่ยงในการต่อเนื่องของธุรกิจ

T — Threat

- การเข้ามาแทรกแซงการปรับค่าผ่านทางและอัตราค่าโดยสารของภาครัฐในอดีต แม้จะเป็นสัญญาสัมปทานก็ตาม
- ความล่าช้าในการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาล

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- วิกฤตโควิด-19 ที่ระบาดอยู่อาจทำให้ยอดการใช้ทางด่วน และจำนวนผู้โดยสารตกอยู่ภายใต้แรงกดดัน ทำให้เกิดความเสี่ยงด้านลบต่อการคาดการณ์กำไรของเรา
- การแทรกแซงของรัฐบาลในการปรับขึ้นอัตราค่าผ่านทางและค่าโดยสารอาจทำให้เกิดความเสี่ยงด้านลบต่อการประมาณการกำไรของเราได้

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	13,489	10,727	12,992	15,169	16,119
Cost of sales	8,427	6,990	7,648	8,448	8,792
Gross profit	5,063	3,737	5,345	6,721	7,327
% gross margin	37.5%	34.8%	41.1%	44.3%	45.5%
Selling & administration expenses	1,347	1,160	1,169	1,289	1,338
Operating profit	3,716	2,577	4,175	5,431	5,989
% operating margin	27.5%	24.0%	32.1%	35.8%	37.2%
Depreciation & amortization	1,858	1,129	1,408	1,564	1,759
EBITDA	5,574	3,706	5,583	6,995	7,748
% EBITDA margin	41.3%	34.5%	43.0%	46.1%	48.1%
Non-operating income	830	755	748	790	796
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(2,113)	(2,187)	(2,266)	(2,276)	(2,301)
Pre-tax profit	2,433	1,145	2,657	3,945	4,484
Income tax	382	134	531	789	897
After-tax profit	2,051	1,011	2,126	3,156	3,587
% net margin	15.2%	9.4%	16.4%	20.8%	22.3%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	(4)	(1)	(1)	(1)	(1)
Extraordinary items	4	0	0	0	0
NET PROFIT	2,051	1,010	2,125	3,155	3,586
Normalized profit	2,048	1,010	2,125	3,155	3,586
EPS (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
Normalized EPS (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2

We expect a strong earnings recovery from 2022F onward

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	5,044	4,541	4,873	5,321	5,517
Cash & cash equivalent	2,375	1,897	2,200	2,200	2,200
Account receivables	549	473	573	669	711
Inventories	0	0	0	0	0
Others	2,120	2,170	2,100	2,452	2,605
Investments & loans	15,961	16,030	16,030	16,030	16,030
Net fixed assets	76,385	77,289	77,193	76,943	82,500
Other assets	16,226	17,228	15,767	14,303	12,836
Total assets	113,616	115,088	113,863	112,597	116,883
LIABILITIES:					
Current liabilities:	13,734	10,645	11,725	11,352	11,603
Account payables	1,745	1,492	1,633	1,804	1,877
Bank overdraft & ST loans	3,000	2,000	3,389	3,144	3,197
Current LT debt	8,360	6,544	6,079	5,640	5,735
Others current liabilities	629	609	624	764	794
Total LT debt	57,902	62,763	58,304	54,090	55,003
Others LT liabilities	3,947	3,982	4,887	5,711	6,089
Total liabilities	75,582	77,390	74,916	71,153	72,695
Minority interest	42	2	3	4	5
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	15,285	15,285	15,285	15,285	15,285
Share premium	5,817	5,817	5,817	5,817	5,817
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(147)	(101)	(101)	(101)	(101)
Retained earnings	17,037	16,697	17,944	20,439	23,182
Shareholders' equity	37,991	37,697	38,945	41,440	44,183
Liabilities & equity	113,616	115,088	113,863	112,597	116,883

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

*Depreciation expenses
fell sharply in 2020...*

*...because of its
concession value being
fully depreciated*

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	2,433	1,145	2,657	3,945	4,484
Tax paid	(366)	(148)	(522)	(785)	(893)
Depreciation & amortization	1,858	1,129	1,408	1,564	1,759
Chg In working capital	(261)	(177)	41	75	32
Chg In other CA & CL / minorities	19	(98)	77	(216)	(128)
Cash flow from operations	3,683	1,851	3,660	4,583	5,253
Capex	(3,651)	(2,033)	(1,300)	(1,300)	(7,300)
Right of use	(87)	(53)	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	1,256	(69)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(665)	(915)	2,405	2,325	1,878
Cash flow from investments	(3,146)	(3,069)	1,055	975	(5,472)
Debt financing	2,817	2,045	(3,535)	(4,898)	1,061
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,376)	(1,529)	(877)	(660)	(843)
Warrants & other surplus	(1,465)	224	0	0	0
Cash flow from financing	(24)	741	(4,412)	(5,558)	219
Free cash flow	32	(181)	2,360	3,283	(2,047)

VALUATION

*PE is high compared to its
pre-COVID PE of 45x...*

*...but we believe BEM
deserves it given its strong
earnings recovery and
many potential projects*

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	65.7	133.2	63.3	42.6	37.5
Normalized PE - at target price (x)	74.6	151.3	71.9	48.5	42.6
PE (x)	65.6	133.2	63.3	42.6	37.5
PE - at target price (x)	74.5	151.3	71.9	48.5	42.6
EV/EBITDA (x)	36.1	55.0	35.8	27.9	25.3
EV/EBITDA - at target price (x)	39.4	60.0	39.1	30.5	27.7
P/BV (x)	3.5	3.6	3.5	3.2	3.0
P/BV - at target price (x)	4.0	4.1	3.9	3.7	3.5
P/CFO (x)	36.5	72.7	36.8	29.3	25.6
Price/sales (x)	10.0	12.5	10.4	8.9	8.3
Dividend yield (%)	1.1	0.9	0.4	0.6	0.7
FCF Yield (%)	0.0	(0.1)	1.8	2.4	(1.5)
(Bt)					
Normalized EPS	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
EPS	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
DPS	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1
BV/share	2.5	2.5	2.5	2.7	2.9
CFO/share	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3
FCF/share	0.0	(0.0)	0.2	0.2	(0.1)

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(16.3)	(20.5)	21.1	16.7	6.3
Net profit (%)	(62.3)	(50.8)	110.4	48.5	13.7
EPS (%)	(62.3)	(50.8)	110.4	48.5	13.7
Normalized profit (%)	(29.9)	(50.7)	110.4	48.5	13.7
Normalized EPS (%)	(29.9)	(50.7)	110.4	48.5	13.7
Dividend payout ratio (%)	74.5	121.1	25.0	25.0	25.0
Operating performance					
Gross margin (%)	37.5	34.8	41.1	44.3	45.5
Operating margin (%)	27.5	24.0	32.1	35.8	37.2
EBITDA margin (%)	41.3	34.5	43.0	46.1	48.1
Net margin (%)	15.2	9.4	16.4	20.8	22.3
D/E (incl. minor) (x)	1.8	1.9	1.7	1.5	1.4
Net D/E (incl. minor) (x)	1.8	1.8	1.7	1.5	1.4
Interest coverage - EBIT (x)	1.8	1.2	1.8	2.4	2.6
Interest coverage - EBITDA (x)	2.6	1.7	2.5	3.1	3.4
ROA - using norm profit (%)	1.8	0.9	1.9	2.8	3.1
ROE - using norm profit (%)	5.3	2.7	5.5	7.8	8.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	5.3	2.7	5.5	7.9	8.4
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	33.7	31.1	37.9	41.0	42.1
- leverage (x)	2.9	3.0	3.0	2.8	2.7
- interest burden (%)	53.5	34.4	54.0	63.4	66.1
- tax burden (%)	84.3	88.3	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
ROIC (%)	3.0	2.2	3.1	4.2	4.7
NOPAT (Bt m)	3,133	2,276	3,340	4,345	4,791
invested capital (Bt m)	104,879	107,107	104,517	102,113	105,918

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. มีสัดส่วนการถือหุ้น 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 มีการรวมร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมร่วมกันได้แก่ นางอติวีณ์ 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) 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 นิการกุล, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	Thematic Research, กระดาษ จักร เรืองสินัญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา สรทรง Tel: 662-779-9106 sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ Tel: 662-779-9112 saksid.pha@thanachartsec.co.th	Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย Tel: 662-779-9113 siriporn.aru@thanachartsec.co.th
พลังงาน, ปิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th	
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวลลีย์ หวังมั่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th	ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน นลินกรณ คลังเปรมจิตต์ Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฑุดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ 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 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