

BUY (Unchanged)

Company Update

TP: Bt 138.00 (Unchanged)

Upside : 34.6%

11 MAY 2022

Carabao Group Pcl (CBG TB)

เติบโต และมีคุณภาพ

เรามองว่า CBG ไม่แพงเมื่อพิจารณาทั้งในแง่การเติบโตและคุณภาพ เมื่อรวมต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้น เราคาดว่า EPS จะเติบโต 44/30% และให้ ROE 37/41% ในปี 2022-23F หุ้นซื้อขายที่ 25 เท่า PE vs PE เฉลี่ย 7 ปีที่ 35 เท่า และให้ ROE ที่ 24% คงคำแนะนำ "ซื้อ" TP 138 บาท



PATTADOL BUNNAK

662 - 483 8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

เป็นหุ้นเติบโต และมีคุณภาพ

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" CBG ราคาเป้าหมาย 138 บาท หุ้นซื้อขายที่ PE ต่ำกว่า 25 เท่า เทียบกับ PE เฉลี่ย 7 ปีที่ 35 เท่า ขณะที่แนวโน้มการเติบโตที่แข็งแกร่งที่ 44/30% และแม้จะเป็นบริษัทผู้ผลิต แต่มีฐาน ROE ที่สูงขึ้นที่ 37/40% ในปี 2022-23F เทียบกับ ROE เฉลี่ย 7 ปีที่ 24% ปัจจัยหนุนการเติบโตที่สำคัญ ได้แก่ การฟื้นตัวของส่งออก รายได้จากการจัดจำหน่ายที่เพิ่มขึ้น ยอดขายขวดที่เติบโต ส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้น และผลของ operating leverage ปัจจัยหนุน ROE ที่สำคัญ คือ การเพิ่มขึ้นของอัตราการผลิตรวด รถตู้จำหน่าย และทีมขาย หลังจากช่วงก่อนหน้า ROE ได้แรงหนุนจากการผลิตรถเองในปี 2019

ธุรกิจสุราเติบโตต่อเนื่อง

รายได้ที่เกี่ยวกับผลิตภัณฑ์แอลกอฮอล์คิดเป็น 17% ของ EBIT ของ CBG ในปี 2021 และเราคาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 21% ในปี 2024F CBG ไม่ได้เป็นเจ้าของธุรกิจสุรา แต่ได้รายได้จากการจำหน่ายและจำหน่ายขวดแก้ว ธุรกิจสุราเป็นของตระกูลผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ CBG อุตสาหกรรมสุราเติบโตแบบปกติของธุรกิจ แต่ธุรกิจของครอบครัวจะเติบโตอย่างต่อเนื่อง อันเนื่องมาจากส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้น ครอบครัวนี้ได้เข้าสู่ตลาดในฐานะผู้เล่นหลักอันดับสองของตลาดที่เกือบจะผูกขาดในปี 2017 และยังคงมีส่วนแบ่งตลาดเพียง 10% เท่านั้น ธุรกิจยังมีโอกาสอีกมากในการได้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่มเติมในช่วงหลายปีข้างหน้า และครอบครัวมีแผนที่จะใช้ CBG ในการจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ต่อไป ปัจจัยบวกในระยะสั้น คือ ราคาสุราที่เพิ่มขึ้นใน 2Q22 และ 3 ผลิตภัณฑ์ใหม่ใน 2H22

เครื่องดื่มชูกำลังได้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่ม

CBG เชื่อว่าบริษัท กำลังได้ส่วนแบ่งตลาดในตลาดเครื่องดื่มชูกำลังของไทยเพิ่มหลังผู้เล่นรายใหญ่ที่สุด บมจ. โอสดสภา (OSP, "ชาย") ขึ้นราคา M150 เป็น 12 บาท จาก 10 บาทต่อขวด ในเดือนมี.ค. ใน 1Q22 ยอดขายเครื่องดื่มชูกำลังของ CBG ในไทยลดลง 3% y-y เทียบกับยอดขายในอุตสาหกรรมที่ลดลง 7% เราคาดว่า CBG จะได้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ 2Q22F เราคาดว่ายอดขายเครื่องดื่มชูกำลังของ CBG จะเติบโต 13% ในปีนี้ เทียบกับการเติบโตของอุตสาหกรรมที่ 5%

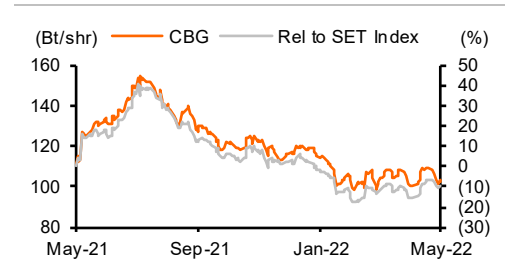
มีปัจจัยผลักดันต่อเนื่อง

เราคาดว่า CBG จะมีแนวโน้มดีขึ้นต่อเนื่องตลอดทั้งปีนี้ แม้ว่าราคาอะลูมิเนียมเฉลี่ยจะอยู่ที่ US\$2,900/tonne ใน 1Q22 เทียบกับ US\$2,600 ใน 4Q21 แต่เราคิดว่ากำไร 1Q22F ของ CBG จะยังคงเติบโต 8% q-q เป็น 670 ลบ. ปัจจัยผลักดัน คือ การส่งออกไปยังเมียนมาร์ที่กลับมาเติบโต และการเติบโตอย่างต่อเนื่องของการจำหน่ายสุราและการขายขวด ใน 2Q22F, CBG เห็นการกลับมาของคำสั่งซื้อที่แข็งแกร่งหลังการคลาดลือกดาวนจากัมพูชาและจีน และมีส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้นในไทย ใน 3Q22F เราคาดว่าโอกาสที่ราคาอะลูมิเนียมจะลดลงไปอีกหลังจากที่สงครามรัสเซีย-ยูเครนหนุนให้ราคาอยู่ที่ US\$2,900 ในปัจจุบัน นอกจากนี้ ใน 3Q-4Q22F CBG คาดว่าจะมี 3 ผลิตภัณฑ์ใหม่ของตัวเอง และมีรายได้จากการจัดจำหน่ายเพิ่มขึ้นจากผลิตภัณฑ์ใหม่ของลูกค้าที่มีอยู่ และจากลูกค้าจัดจำหน่ายขนาดใหญ่รายใหม่

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	5,275	5,864
Consensus NP	—	3,312	3,857	4,369
Diff frm cons (%)	—	22.5	36.8	34.2
Norm profit	2,816	4,058	5,275	5,864
Prev. Norm profit	—	4,058	5,294	5,906
Chg frm prev (%)	—	0.0	(0.4)	(0.7)
Norm EPS (Bt)	2.8	4.1	5.3	5.9
Norm EPS grw (%)	(19.8)	44.1	30.0	11.2
Norm PE (x)	36.4	25.3	19.4	17.5
EV/EBITDA (x)	27.0	19.2	14.9	13.4
P/BV (x)	10.0	8.6	7.2	6.4
Div yield (%)	1.9	2.6	3.4	4.3
ROE (%)	27.9	36.6	40.3	38.7
Net D/E (%)	53.1	34.7	15.7	7.1

PRICE PERFORMANCE



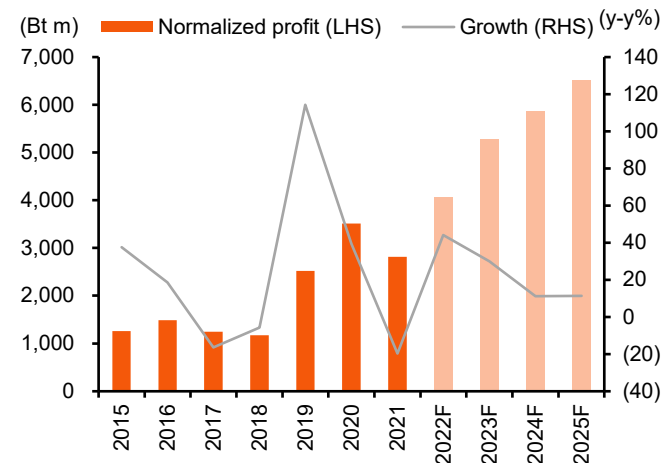
COMPANY INFORMATION

Price as of 11-May-22 (Bt)	102.50
Market Cap (US\$ m)	2,960.5
Listed Shares (m shares)	1,000.0
Free Float (%)	28.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	19.6
12M Price H/L (Bt)	154.50/98.50
Sector	FOOD
Major Shareholder	Sathientham Holding 25%

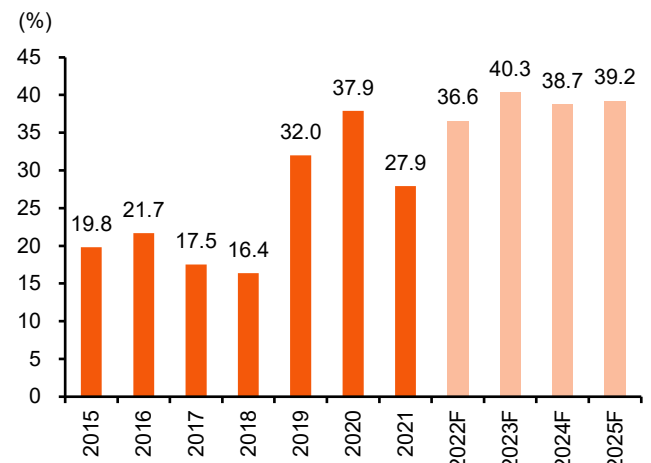
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

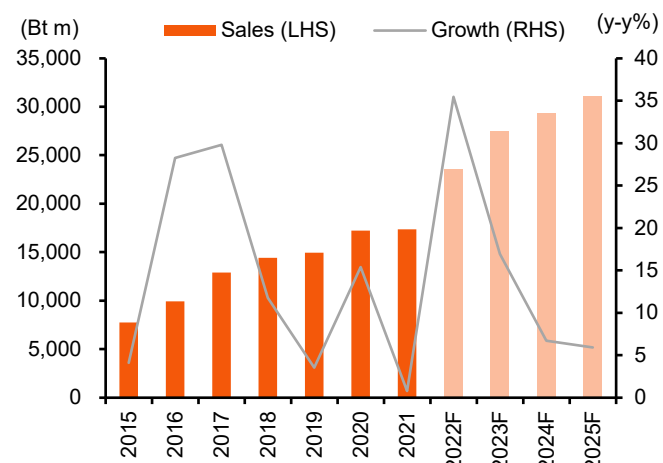
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลเท่านั้นและไม่ใช่คำแนะนำในการซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มีได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: A Growth Company

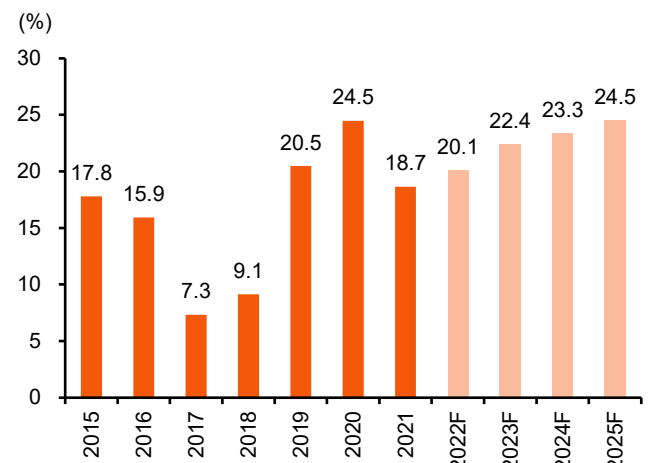
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: A High ROE Company

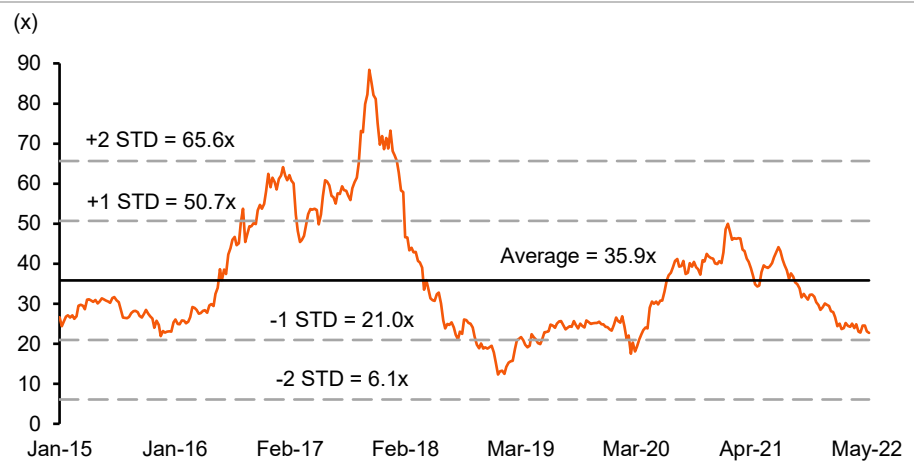
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Sales Growth

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: EBIT Margin Expansion

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Past-7-Year PE STD Band

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 6: Our Key Assumptions

(in Bt m)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Revenues (% growth)	4	15	1	35	17	7
Domestic energy drinks	6,068	5,764	5,383	6,076	6,728	6,930
% growth	(0.5)	(5.0)	(6.6)	12.9	10.7	3.0
Domestic other drinks *	0	220	308	385	443	487
% growth	na	na	40	25	15	
Distribution **	1,408	2,414	3,568	6,066	7,885	8,516
% growth	38	72	48	70	30	8
Bottle OEM **	0	293	670	1,139	1,481	1,599
% growth	na	na	129	70	30	
Export energy drinks	6,955	8,098	6,985	9,387	10,511	11,363
% growth	8	16	(14)	34	12	8
- CLMV	6,073	6,875	5,660	7,869	8,754	9,468
% growth	11	13	(18)	39	11	
- China	478	385	731	892	1,070	1,177
% growth	0	(19)	90	22	20	10
Others	404	838	594	627	687	718
% growth	0	107	(29)	6	10	5
Others	608	443	504	543	543	543
% growth	(25)	(27)	14	8	0	0
Gross margin (%)	38.9	41.0	35.6	33.1	33.8	34.2
SG&A to sales (%)	18.4	16.5	17.0	13.0	11.4	10.9
EBIT margin (%)	20.5	24.5	18.7	20.1	22.4	23.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

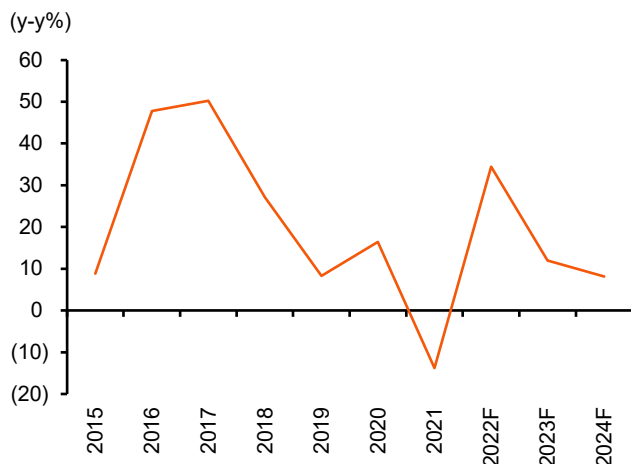
Note: * * Includes C+ Lock and other drinks

** Mainly for spirit products

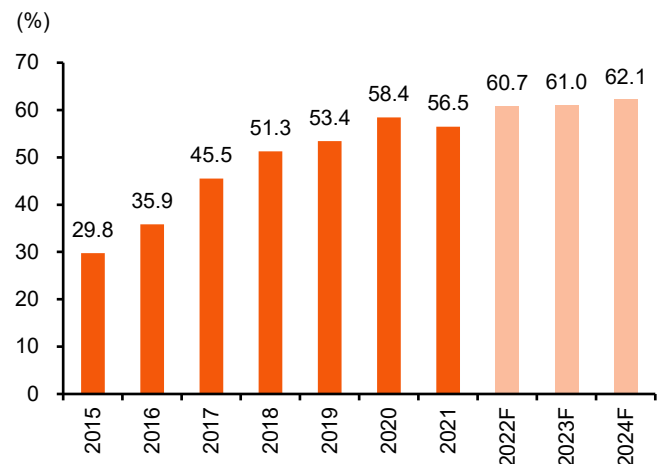
Ex 7: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	5,514	6,960	7,702	8,414	9,229	10,198	11,065	11,837	12,665	13,554	13,999	—
Free cash flow	3,697	5,325	5,164	7,185	7,956	8,827	9,646	10,326	11,052	11,831	12,253	215,244
PV of free cash flow	3,687	4,554	4,082	5,251	5,376	5,554	5,618	5,567	5,516	5,466	5,239	82,176
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	8.2											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	143,345											
Net debt (2021)	5,370											
Minority interest	(99)											
Equity value	138,074											
# of shares (m)	1,000											
Equity value/share (Bt)	138.00											

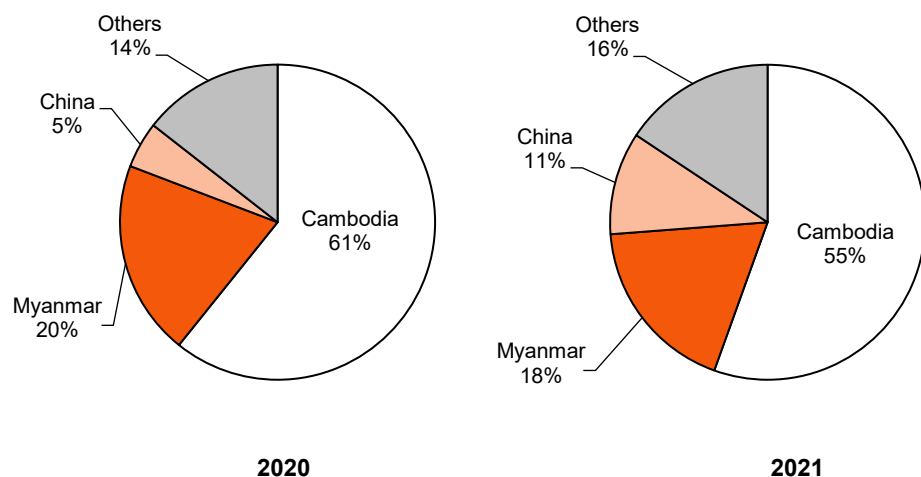
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Exports In A Structural Growth Trend

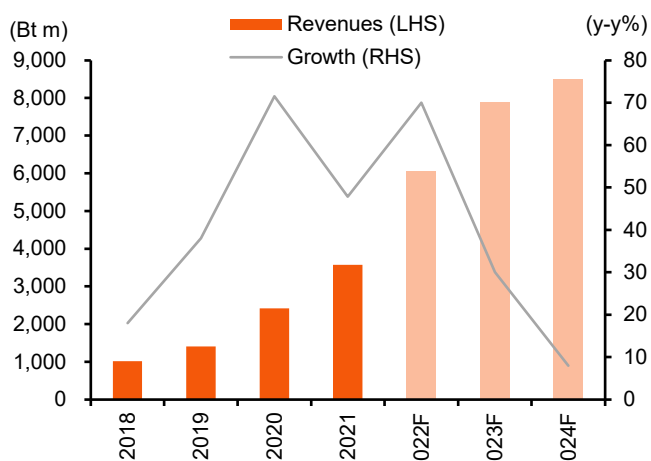
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Exports Growing As A Proportion Of Sales

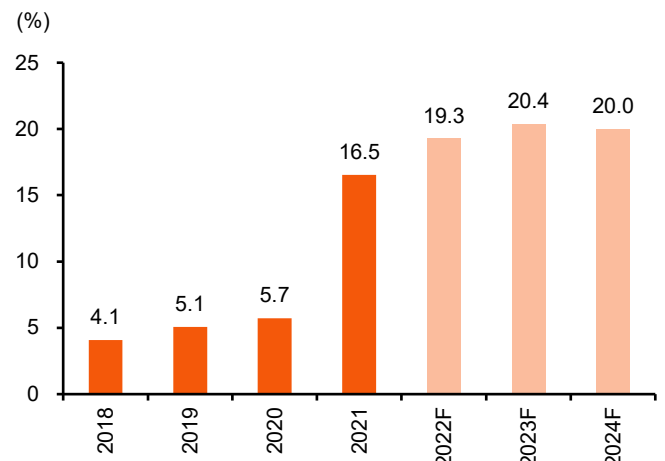
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Export Breakdown With 2021 Lockdown Hiccup

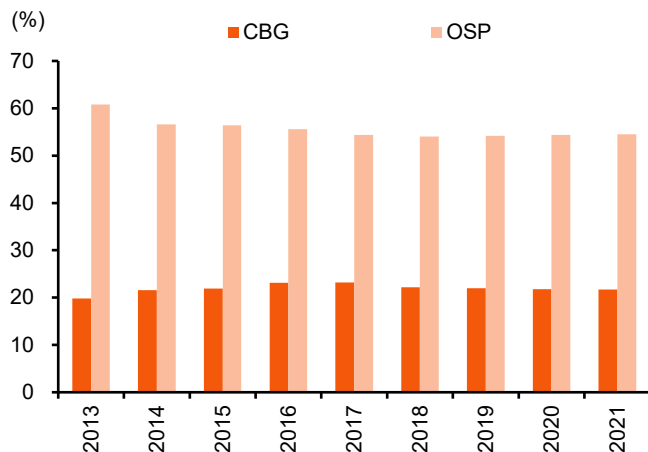
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: Spirit-related Income In A Structural Growth Trend

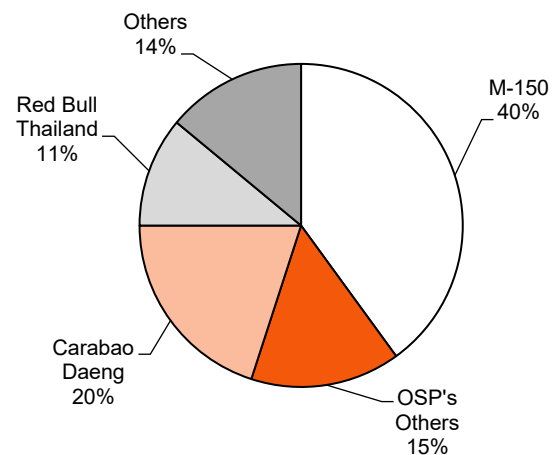
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: It Contributes A More Significant Part Of EBIT

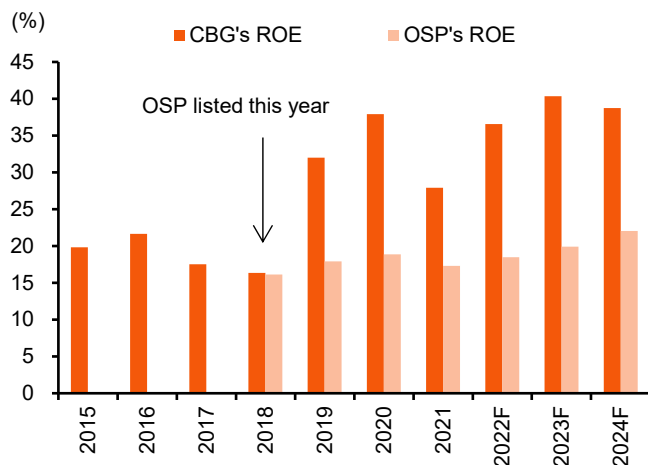
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: CBG's Market Share Vs. OSP's

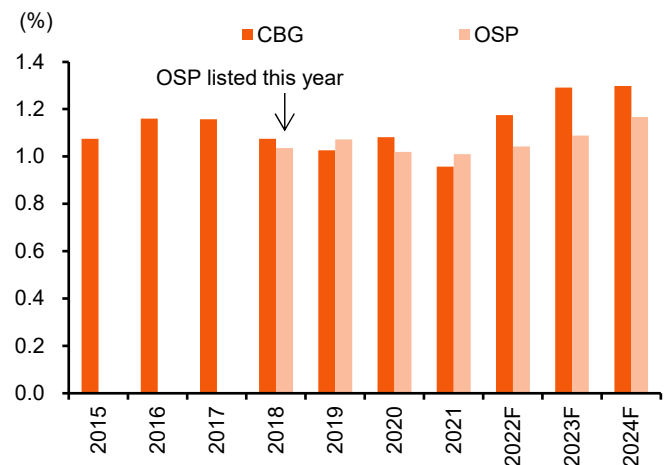
Sources: Company data, Thanachart compilation

Ex 14: Energy Drink Market Share Breakdown

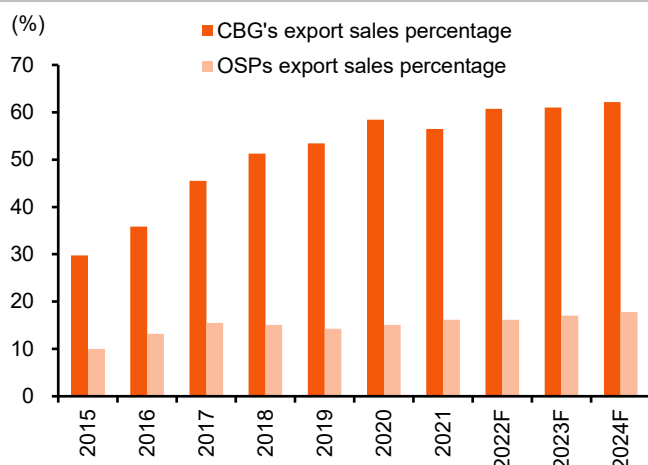
Source: Company data

Ex 15: A Highly Profitable Company

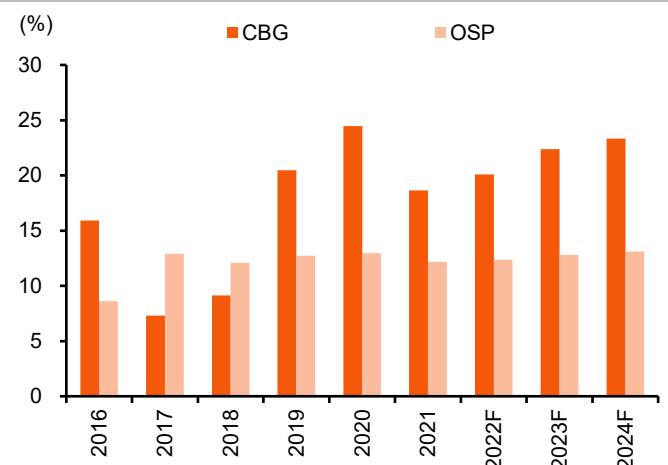
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 16: High Asset Turnover Ratio

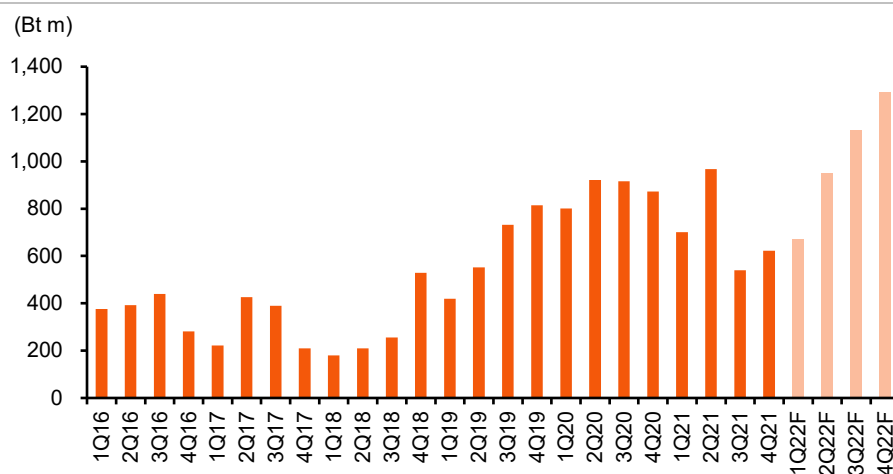
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 17: High Portion Of Higher-margin Export Sales

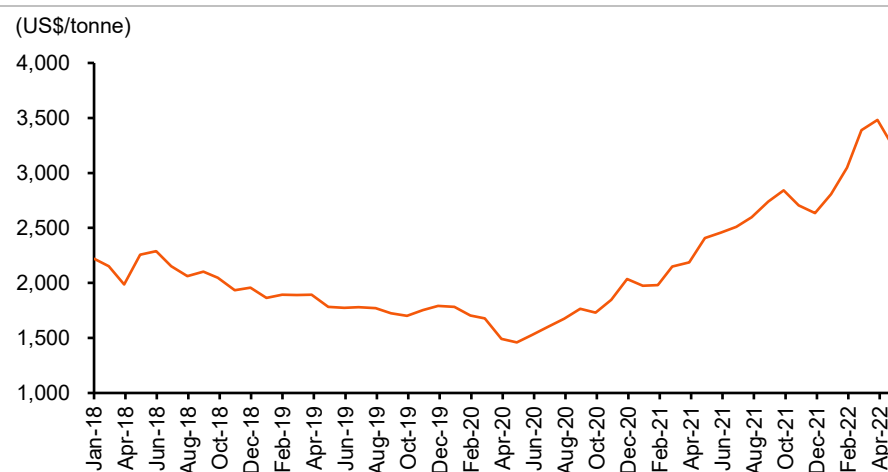
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 18: EBIT Margin

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 19: Quarterly Earnings Momentum

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 20: Aluminum Price

Source: Bloomberg

Valuation Comparison

Ex 21: 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	11.5	4.1	24.3	23.4	2.5	2.3	13.5	12.9	1.1	1.2
Coca-Cola	KO US	US	6.4	7.8	25.9	24.1	10.3	10.4	22.8	21.2	2.7	2.8
PepsiCo	PEP US	US	6.1	9.0	25.8	23.7	12.3	11.3	18.0	16.7	2.6	2.8
Monster Beverage	MNST US	US	6.5	17.3	30.7	26.2	6.4	5.8	21.3	18.6	0.0	0.0
Sappe PCL	SAPPE TB	Thailand	9.0	13.8	21.5	18.9	3.1	2.9	10.5	9.5	2.9	3.4
Carabao Group PCL*	CBG TB	Thailand	44.1	30.0	25.3	19.4	8.6	7.2	19.2	14.9	2.6	3.4
Osotspa PCL*	OSP TB	Thailand	9.1	8.6	27.3	25.1	5.0	5.0	19.5	17.5	3.7	4.0
Average			13.2	12.9	25.8	23.0	6.9	6.4	17.8	15.9	2.2	2.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS.

Based on 11-May-22 closing prices

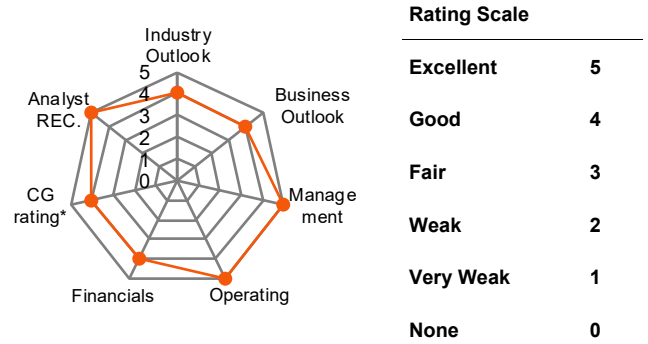
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีสถานะแข็งแกร่งในตลาดเครื่องดื่มในประเทศ
- งบดุลแข็งแกร่งและอยู่ในสถานะเป็นเงินสดสุทธิ
- มีทีมผู้บริหารที่มีนโยบายเชิงรุก

O — Opportunity

- การเติบโตในต่างประเทศ
- การควบรวมกิจการและการเข้าซื้อกิจการ

W — Weakness

- อยู่ในตลาดอิ่มตัว
- ตลาดเครื่องดื่มชูกำลังของไทยปรับขึ้นราคาได้ยาก
- ฟังพาดั้วแทนแบรนด์อย่างมาก.

T — Threat

- การบริโภคในประเทศและภาวะเศรษฐกิจ
- การแข่งขันที่รุนแรงของตลาดเครื่องดื่ม
- ภัยธรรมชาติ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	112.54	138.00	23%
Net profit 22F (Bt m)	3,312	4,058	23%
Net profit 23F (Bt m)	3,857	5,275	37%
Consensus REC	BUY: 7	HOLD: 7	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2022-23F ของเราสูงกว่าตลาด 23-37% เนื่องจากเรามีมุมมองเป็นบวกมากขึ้นต่อการเติบโตในจีน และการฟื้นตัวที่ดีในกัมพูชา และเมียนมาร์
- ราคาเป้าหมายของเราที่ 138 บาท เป็นระดับที่สูงที่สุดในตลาด

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	18,205	19,297
Gross profit	7,058	6,183	7,783	9,301	10,052
% gross margin	41.0%	35.6%	33.1%	33.8%	34.2%
Selling & administration expenses	2,840	2,945	3,057	3,148	3,204
Operating profit	4,218	3,239	4,727	6,153	6,848
% operating margin	24.5%	18.7%	20.1%	22.4%	23.3%
Depreciation & amortization	668	753	823	852	901
EBITDA	4,886	3,992	5,549	7,005	7,749
% 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)	(135)
Pre-tax profit	4,211	3,291	4,803	6,250	6,950
Income tax	667	513	764	994	1,105
After-tax profit	3,544	2,778	4,039	5,256	5,845
% net margin	20.6%	16.0%	17.2%	19.1%	19.9%
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	5,275	5,864
Normalized profit	3,510	2,816	4,058	5,275	5,864
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 margins 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	7,981	10,156
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	3,756	3,928
Others	136	155	209	245	261
Investments & loans	107	103	103	103	103
Net fixed assets	12,032	12,537	12,150	11,743	12,389
Other assets	956	1,164	1,715	1,885	1,965
Total assets	17,087	19,186	20,845	21,712	24,613
LIABILITIES:					
Current liabilities:	5,655	5,427	5,560	5,030	5,654
Account payables	1,573	1,769	2,490	2,880	3,053
Bank overdraft & ST loans	2,504	3,381	2,662	1,767	2,144
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	1,632	1,981
Others LT liabilities	380	525	964	1,010	1,032
Total liabilities	6,929	9,075	8,983	7,672	8,666
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	9,497	11,423
Shareholders' equity	9,956	10,209	11,979	14,177	16,102
Liabilities & equity	17,087	19,186	20,845	21,712	24,613

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	6,250	6,950
Tax paid	(592)	(741)	(548)	(1,020)	(1,032)
Depreciation & amortization	668	753	823	852	901
Chg In working capital	(652)	(987)	(855)	(478)	(186)
Chg In other CA & CL / minorities	72	(340)	(140)	(35)	(15)
Cash flow from operations	3,708	1,977	4,083	5,569	6,617
Capex	(1,828)	(1,259)	(400)	(400)	(1,500)
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)	(1,605)
Debt financing	414	2,081	(1,383)	(1,722)	726
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(2,100)	(2,400)	(2,288)	(3,078)	(3,938)
Warrants & other surplus	(35)	(228)	0	0	0
Cash flow from financing	(1,721)	(547)	(3,671)	(4,799)	(3,212)
Free cash flow	1,880	718	3,683	5,169	5,117

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	29.2	36.4	25.3	19.4	17.5
Normalized PE - at target price (x)	39.3	49.0	34.0	26.2	23.5
PE (x)	29.1	35.6	25.3	19.4	17.5
PE - at target price (x)	39.1	47.9	34.0	26.2	23.5
EV/EBITDA (x)	21.7	27.0	19.2	14.9	13.4
EV/EBITDA - at target price (x)	29.0	35.9	25.6	20.0	18.0
P/BV (x)	10.3	10.0	8.6	7.2	6.4
P/BV - at target price (x)	13.9	13.5	11.5	9.7	8.6
P/CFO (x)	27.6	51.9	25.1	18.4	15.5
Price/sales (x)	5.9	5.9	4.4	3.7	3.5
Dividend yield (%)	2.3	1.9	2.6	3.4	4.3
FCF Yield (%)	1.8	0.7	3.6	5.0	5.0
(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	5.1

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	30.0	11.2
EPS (%)	40.6	(18.3)	40.9	30.0	11.2
Normalized profit (%)	39.4	(19.8)	44.1	30.0	11.2
Normalized EPS (%)	39.4	(19.8)	44.1	30.0	11.2
Dividend payout ratio (%)	68.1	65.9	65.9	65.9	75.0
Operating performance					
Gross margin (%)	41.0	35.6	33.1	33.8	34.2
Operating margin (%)	24.5	18.7	20.1	22.4	23.3
EBITDA margin (%)	28.4	23.0	23.6	25.5	26.4
Net margin (%)	20.6	16.0	17.2	19.1	19.9
D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.6	0.4	0.2	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.5	0.3	0.2	0.1
Interest coverage - EBIT (x)	39.5	36.5	41.8	49.2	50.7
Interest coverage - EBITDA (x)	45.8	45.0	49.0	56.0	57.3
ROA - using norm profit (%)	22.0	15.5	20.3	24.8	25.3
ROE - using norm profit (%)	37.9	27.9	36.6	40.3	38.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	38.3	27.6	36.4	40.2	38.6
- asset turnover (x)	1.1	1.0	1.2	1.3	1.3
- operating margin (%)	25.1	19.5	20.9	23.2	24.1
- leverage (x)	1.7	1.8	1.8	1.6	1.5
- interest burden (%)	97.5	97.4	97.7	98.0	98.1
- 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	32.1	35.2
NOPAT (Bt m)	3,549	2,734	3,975	5,175	5,759
invested capital (Bt m)	13,497	15,579	16,100	16,376	17,227

Sources: Company data, Thanachart estimates

ROE looks attractive to us
at 37% in 2022F

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต 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 ธนชาต 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, S5016C2206A, 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 ธนชาต จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาต จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาต 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)

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรชมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอติวีณ์ ไตลัดกะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สกกลอิกวิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สกกลอิกวิเปเมนท์ 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 นิการกุล, 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
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, 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
นลินกรณ 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