

BUY (Unchanged)

Company Update

TP: Bt 138.00 (Unchanged)

Upside : 27.2%

23 MAY 2022

Carabao Group Pcl (CBG TB)

ปัจจัยผลักดันกลับมา

การส่งออกเป็นหัวใจสำคัญของ CBG ซึ่งคิดเป็นกว่า 50% ของยอดขาย และ 70% ของกำไรในปีปกติ การส่งออกของบริษัทฯ ถูกกระทบจากการล็อกดาวน์ในประเทศหลักส่วนใหญ่ในปี 2021 แต่บริษัทฯ กลับมารับคำสั่งซื้ออย่างแข็งแกร่งใน 2Q22 เราคงประมาณการการเติบโตของ EPS ที่ 44/30% ในปี 2022-23F และคงคำแนะนำ "ซื้อ"



PATTADOL BUNNAK

662 - 483 8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ตลาดมีแนวโน้มปรับเพิ่มประมาณการ

เราคาดว่าแนวโน้มที่ตลาดจะปรับเพิ่มประมาณการกำไรของ CBG หลังได้ข้อมูลที่เป็นบวกจากการประชุมนักวิเคราะห์เมื่อวันศุกร์ เรายังคงประมาณการกำไรไว้ที่ 44% ในปีนี้ และตัวเลขของตลาดต่ำกว่าของเรา 25% ข้อมูลสำคัญจากการประชุม ได้แก่ 1) การส่งออกที่ฟื้นตัวแข็งแกร่งใน 2Q22, 2) ส่วนแบ่งตลาดเครื่องดื่มชูกำลังในประเทศที่เพิ่มขึ้นใน 1Q22 หลังจากผู้นำตลาดปรับขึ้นราคา 20%, 3) รายได้จากการจำหน่ายและการขยายตัวจากธุรกิจสุราเพิ่มขึ้นสองเท่าจากที่แล้ว และ 4) ต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นถูกชดเชยด้วยการเติบโตของรายได้ เราคาดว่ากำไรของ CBG จะเติบโตที่ 44/30% ในปี 2022-23F ขณะที่มี upside หากราคาอะลูมิเนียมต่ำกว่าสมมติฐานของเราที่ US\$3,500/tonne ในปีนี้ ปัจจุบันอยู่ที่ US\$3,000/tonne ราคาที่ลดลงทุก US\$100 กำไรของเราจะเพิ่มขึ้น 1%

การส่งออกฟื้นตัวแข็งแกร่ง

เนื่องจากเราได้กล่าวถึงปัจจัยขับเคลื่อนหลักอื่นๆ ในบทวิเคราะห์ CBG - "เติบโต และมีคุณภาพ" วันที่ 11 พ.ค.2022 บทวิเคราะห์นี้จึงเน้นไปที่การส่งออก การส่งออกคิดเป็น 47% ของรายได้ทั้งหมด และมากกว่า 70% ของกำไรของ CBG ในปี 2020 รายได้จากการส่งออกลดลง 14% ในปี 2021 การส่งออกมี EBIT margin สูงกว่าเครื่องดื่มชูกำลังในประเทศ โดยปกติก็มียอดขายเป็นตลาดที่ใหญ่ที่สุด รองลงมาคือเมียนมาร์ จีน และอื่นๆ ตลาดเหล่านี้ถูกล็อกดาวน์ในปี 2021 ใน 1Q22 เมียนมาร์ฟื้นตัว ขณะที่กัมพูชายังคงอ่อนแอ และแทบจะไม่มีส่งออกไปจีน จากข้อมูลของ CBG ตลาดส่วนใหญ่กลับมาใน 2Q22 เราคาดว่าส่งออกจะฟื้นตัว 34% ในปี 2022F

กัมพูชา และเมียนมาร์กลับมาแข็งแกร่ง

กัมพูชาเป็นตลาดส่งออกที่ใหญ่ที่สุดของ CBG คิดเป็น 60% ของการส่งออกทั้งหมดในปี 2020 ก่อนล็อกดาวน์ ยอดขายลดลง 20% ในปี 2021 และ 10% y-y ใน 1Q22 การล็อกดาวน์สิ้นสุดใน 2Q22 และ CBG ซึ่งมีส่วนแบ่งในตลาดนี้ถึง 80% ปัจจุบันกลับมาออกแคมเปญส่งเสริมการขายในเชิงรุก (เช่น มอบสร้อยคอและมอเตอร์ไซค์เป็นรางวัลให้กับลูกค้าที่โชคดี) ดังนั้นคำสั่งซื้อจนถึง 2Q22 จึงเกือบจะกลับสู่ระดับก่อนล็อกดาวน์แล้ว เราคาดว่ากำไรของกัมพูชาจะเติบโตที่ 30% ในปีนี้ เมียนมาร์คิดเป็น 20% ของการส่งออกทั้งหมดในปี 2020 การส่งออกลดลง 20% ในปี 2021 แต่ฟื้นตัวแข็งแกร่ง 50% y-y ใน 1Q22 CBG กลับมาออกแคมเปญส่งเสริมการขายในเมียนมาร์ และเราคาดว่าตลาดจะเติบโต 70% ในปีนี้

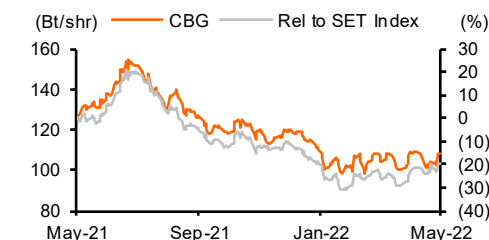
การสะดุดในจีนสิ้นสุดลง

จีนคิดเป็น 11% ของการส่งออกในปี 2021 การส่งออกไปจีนลดลง 71% y-y ใน 1Q22 เนื่องจากปัญหาการออกแบบบรรจุภัณฑ์ใหม่ ปัญหาได้รับการแก้ไขในเดือนมีนาคม และ CBG คาดว่ายอดขายจะอยู่ที่ 50 ล้านหน่วย ใน 2Q22 เทียบกับ <10 ล้านหน่วย ใน 1Q22 ยอดขายอยู่ที่ระดับมากกว่า 100 ล้านหน่วย ในปี 2021 และเราคาดว่าอยู่ที่ 150 ล้านหน่วยในปีนี้

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	—	3,253	3,839	4,379
Diff frm cons (%)	—	24.7	37.4	33.9
Norm profit	2,816	4,058	5,275	5,864
Prev. Norm profit	—	4,058	5,275	5,864
Chg frm prev (%)	—	0.0	0.0	0.0
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)	38.5	26.7	20.6	18.5
EV/EBITDA (x)	28.5	20.3	15.8	14.1
P/BV (x)	10.6	9.1	7.7	6.7
Div yield (%)	1.8	2.5	3.2	4.1
ROE (%)	27.9	36.6	40.3	38.7
Net D/E (%)	53.1	34.7	15.7	7.1

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

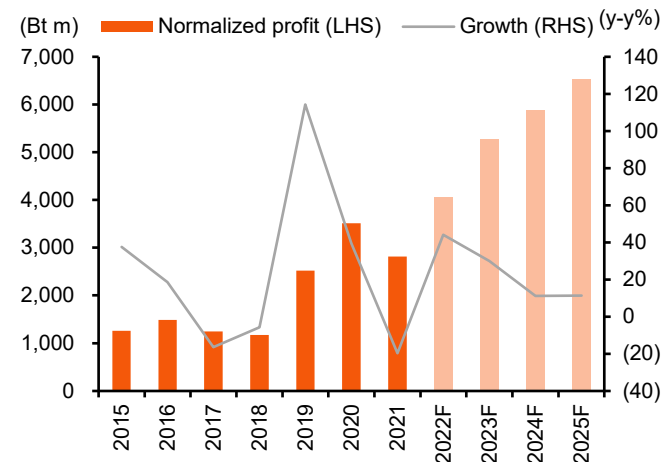
Price as of 23-May-22 (Bt)	108.50
Market Cap (US\$ m)	3,172.9
Listed Shares (m shares)	1,000.0
Free Float (%)	28.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	18.4
12M Price H/L (Bt)	154.50/98.50
Sector	FOOD
Major Shareholder	Sathientham Holding 25%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

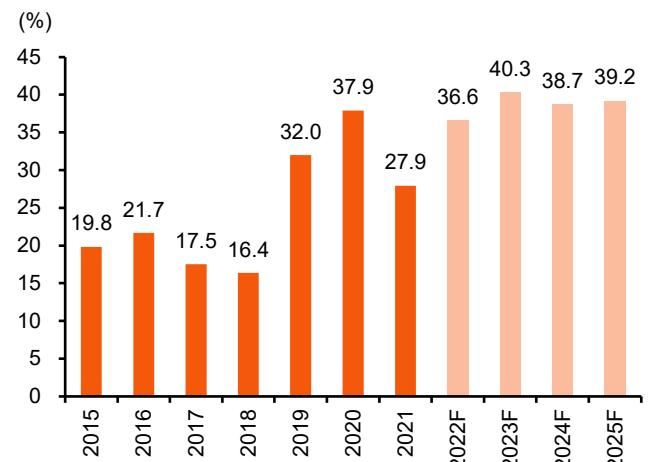
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: EPS Growth



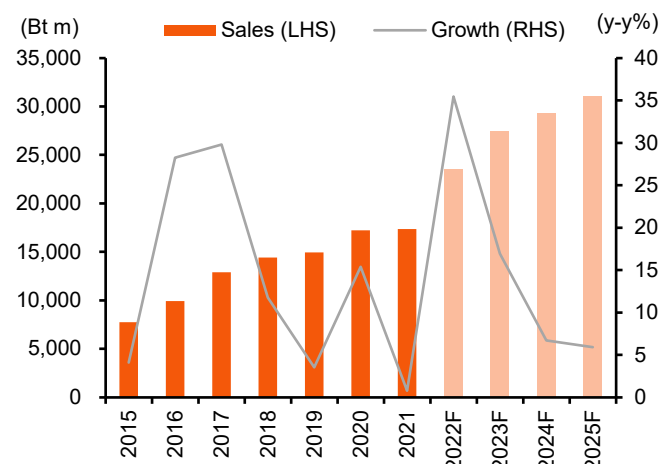
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: ROE Trend



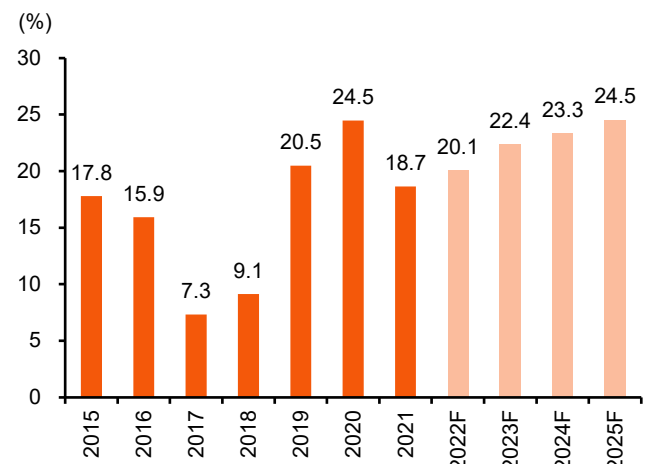
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Sales Growth



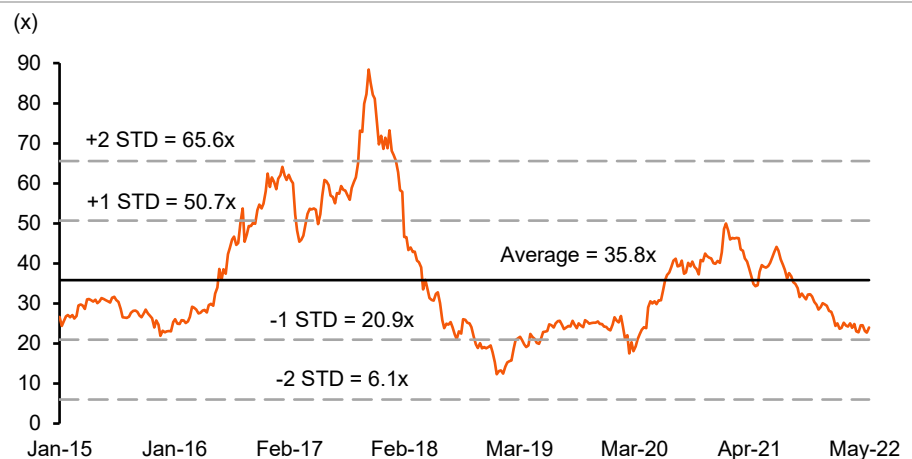
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: EBIT Trend



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Attractive PE, In Our View



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

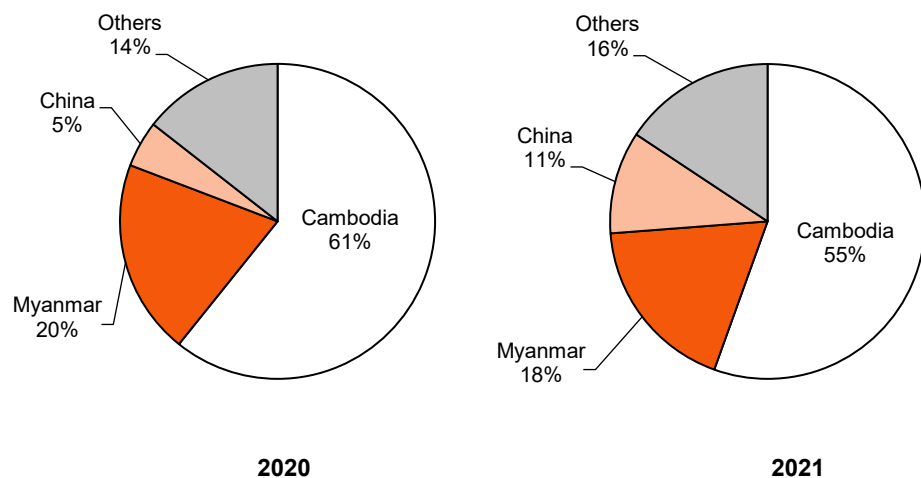
Ex 6: Our Key Assumptions

(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	10
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	5
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	8
- 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

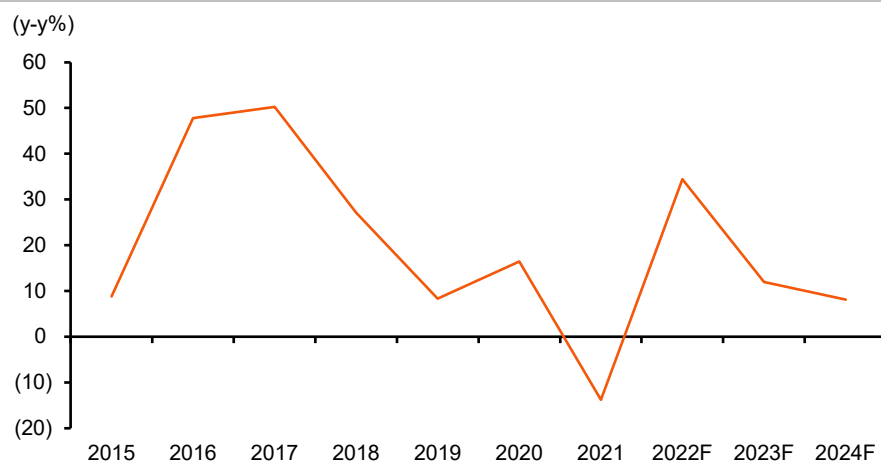
Note: * * Includes C+ Lock and other drinks

** Mainly for spirit products

Ex 7: Export Breakdown With 2021 Lockdown Hiccup

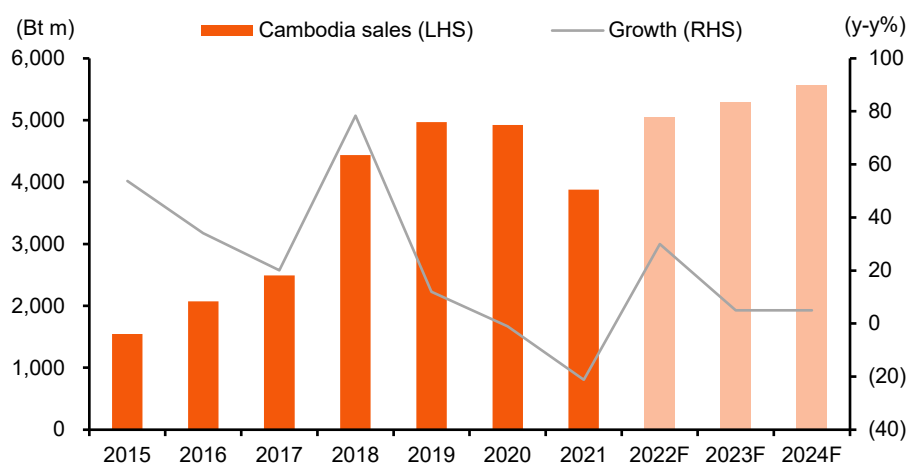
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Exports Enjoying A Structural Growth Trend



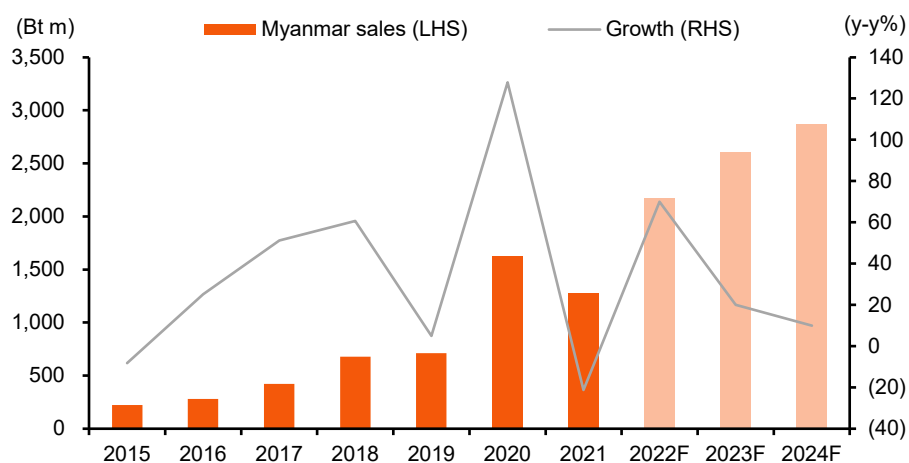
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Cambodia's Growth



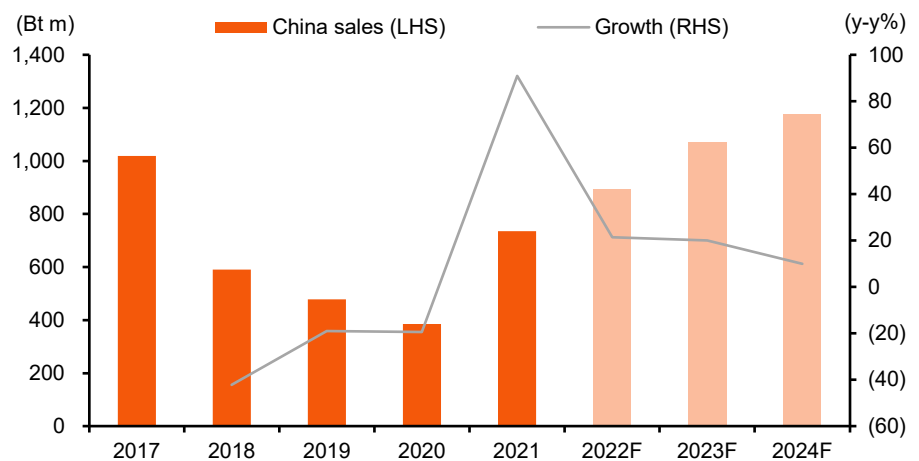
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Myanmar's Growth



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: China's Growth



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: 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

Valuation Comparison

Ex 13: 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	2.0	3.4	24.4	23.6	2.4	2.2	13.7	13.2	1.1	1.2
Coca-Cola	KO US	US	6.5	7.7	24.7	22.9	9.9	9.9	21.8	20.3	2.9	2.9
PepsiCo	PEP US	US	6.1	8.9	24.4	22.4	11.6	10.7	17.2	15.9	2.8	2.9
Monster Beverage	MNST US	US	4.9	18.6	32.5	27.4	6.7	6.3	22.3	19.3	0.0	0.0
Sappe PCL	SAPPE TB	Thailand	16.4	16.8	22.5	19.3	3.4	3.2	11.2	9.9	3.0	3.4
Carabao Group PCL*	CBG TB	Thailand	44.1	30.0	26.7	20.6	9.1	7.7	20.3	15.8	2.5	3.2
Osotspa PCL*	OSP TB	Thailand	9.1	8.6	28.5	26.2	5.2	5.2	20.3	18.3	3.6	3.8
Average			12.7	13.4	26.2	23.2	6.9	6.5	18.1	16.1	2.3	2.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS.

Based on 23-May-22 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

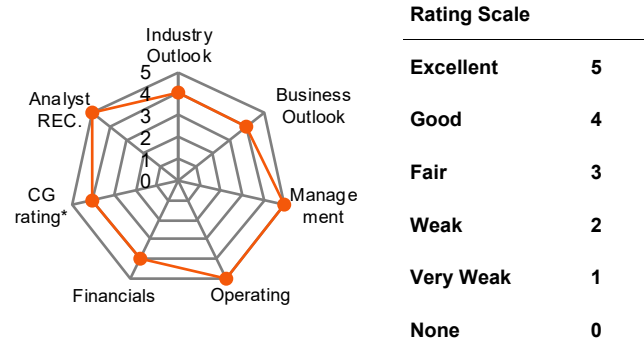
S — Strength

- มีสถานะแข็งแกร่งในตลาดเครื่องดื่มในประเทศ
- งบดุลแข็งแกร่งและอยู่ในสถานะเป็นเงินสดสุทธิ
- มีทีมผู้บริหารที่มีนโยบายเชิงรุก

O — Opportunity

- การเติบโตในต่างประเทศ
- การควบรวมกิจการและการเข้าซื้อกิจการ

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- อยู่ในตลาดอิมิตัว
- ตลาดเครื่องดื่มชูกำลังของไทยปรับขึ้นราคาได้ยาก
- ฟังพาดั้วแทนแบรนด้อย่างมาก.

T — Threat

- การบริโภคในประเทศและภาวะเศรษฐกิจ
- การแข่งขันที่รุนแรงของตลาดเครื่องดื่ม
- ภัยธรรมชาติ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	113.82	138.00	21%
Net profit 22F (Bt m)	3,253	4,058	25%
Net profit 23F (Bt m)	3,839	5,275	37%
Consensus REC	BUY: 7	HOLD: 5	SELL: 3

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2022-23F ของเราสูงกว่าตลาด 25-37% 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)	30.9	38.5	26.7	20.6	18.5
Normalized PE - at target price (x)	39.3	49.0	34.0	26.2	23.5
PE (x)	30.8	37.7	26.7	20.6	18.5
PE - at target price (x)	39.1	47.9	34.0	26.2	23.5
EV/EBITDA (x)	22.9	28.5	20.3	15.8	14.1
EV/EBITDA - at target price (x)	29.0	35.9	25.6	20.0	18.0
P/BV (x)	10.9	10.6	9.1	7.7	6.7
P/BV - at target price (x)	13.9	13.5	11.5	9.7	8.6
P/CFO (x)	29.3	54.9	26.6	19.5	16.4
Price/sales (x)	6.3	6.2	4.6	3.9	3.7
Dividend yield (%)	2.2	1.8	2.5	3.2	4.1
FCF Yield (%)	1.7	0.7	3.4	4.8	4.7
(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

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

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 78 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANP16C2205A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGR16C2205A, BLA16C2208A, BLA16C2205A, CBG16C2205A, CBG16C2207A, CHG16C2207A, COM716C2205A, COM716C2208A, COM716C2209A, CPF16C2205A, DOHO16C2207A, EA16C2205A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209A, 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, MTC16C2209A, 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, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MEGA, MINT, MTC, 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. มีส่วนได้ส่วนเสียในการถือหุ้น 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 ปทุมไรซ์มิล 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 มีการรวมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกัน ได้แก่ นางอติวี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท 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 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 เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

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

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

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

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

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

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

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, 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
นลิกรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

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

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

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

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

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

สุจินตนา สถาพร
Tel: 662-779-9198
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
19 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th