

BUY

Initiation

TP: Bt 14.00

Upside : 35.9%

17 JUNE 2022

Small Cap Research

The One Enterprise (ONEE TB)

แข็งแกร่งในสื่อทีวีและโตตามสื่อออนไลน์

เราเริ่มบทวิเคราะห์ ONEE ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” ขณะที่ เป็น 1 ใน 5 ผู้ให้บริการโทรทัศน์ชั้นนำ ONEE กำลังเติบโตในธุรกิจจอออนไลน์ที่กำลังเติบโต เราคาดว่า EPS จะเติบโต 5/25/17% ในปี 2022-24F และให้ราคาเป้าหมายปี 2023F สำหรับ ONEE ที่ 14 บาท



RATA LIMSUTHIWANPOOM

662 – 483 8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

แนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมาย 14 บาท

ONEE เป็น 1 ใน 5 ผู้ให้บริการโทรทัศน์ชั้นนำ โดยบริหารช่อง One31 และ GMM25 นอกจากนี้ยังขายคอนเทนต์ในแพลตฟอร์มออนไลน์ด้วย เราเริ่มบทวิเคราะห์ ONEE ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมาย 14 บาท เนื่องจาก 1) ONEE มีตำแหน่งที่แข็งแกร่งในการเป็นผู้นำให้บริการโทรทัศน์ชั้นนำติดอันดับหนึ่งให้ ด้วยครองส่วนแบ่งเม็ดเงินโฆษณาผ่านสื่อโทรทัศน์ 80% และเราคาดว่าเม็ดเงินโฆษณาผ่านสื่อทีวีจะแตะจุดต่ำสุดในปี 2) ONEE กำลังเสริมความแข็งแกร่งในแพลตฟอร์มออนไลน์ที่เติบโตอย่างรวดเร็ว โดยเน้นการขายคอนเทนต์มากขึ้น ซึ่งเราคาดว่าจะมีส่วนรายได้ที่ 35% ในปีนี้ เทียบกับเพียง 21% ในปี 2019 และ 3) เรามองว่า ONEE ไม่แพงที่ 24/19 เท่า PE ในปี 2022-23F ONEE มี EPS ที่เติบโตเพียง 5% ในปี 2022F จากผลของ dilution 20% จากการเสนอขายหุ้นในปีที่แล้ว เราคาดว่า EPS จะเติบโต 25/17% ในปี 2023-24F

แข็งแกร่งในอุตสาหกรรมสื่อโทรทัศน์

เรตติ้งผู้ชมของ ONEE อยู่อันดับ 4 ใน 1Q22 เพิ่มขึ้นจากอันดับที่ 6 ในปี 2018 และเราเชื่อว่ายังคงสามารถเรตติ้งได้ ด้วยเป็น 1 ใน 5 ผู้ให้บริการโทรทัศน์ชั้นนำ และ 1 ใน 3 ในหมวดละคร ซึ่งละครมีส่วนแบ่งมากที่สุดที่เม็ดเงินโฆษณาผ่านสื่อทีวี (TV Adex) เราคาดว่า TV Adex จะแตะจุดต่ำสุดในปี และความต้องการที่ฟื้นตัวหลังโควิดจะชดเชยกำลังซื้อที่ลดลงจากผลกระทบจากเงินเฟ้อ 5M22 TV adex ลดลง 0.8% y-y และเราคาดว่าค่าการเติบโตจะทรงตัวในปีก่อนที่จะเติบโต 7/5% ในปี 2023-24F ซึ่งเป็นอัตราการเติบโตเดียวกันกับที่เราคาดว่าจะใช้ในการเติบโตของรายได้ของ ONEE การเติบโตของ ONEE นั้นคาดว่าจะมาจากอัตราการใช้เวลาโฆษณาที่เพิ่มขึ้น และเราให้สมมติฐานอัตราค่าโฆษณาที่ระดับคงที่ เราคาดว่า EBIT ของธุรกิจโทรทัศน์และคอนเทนต์ออนไลน์จะเติบโต 19% ต่อปี และคิดเป็น 83% ของ EBIT รวมของปี 2024F

เติบโตตามกระแสสื่อออนไลน์

ONEE เป็นผู้เล่นรายใหญ่ที่สุดในบรรดาผู้ประกอบการโทรทัศน์ในธุรกิจคอนเทนต์ออนไลน์ ONEE มีโมเดลออนไลน์สองแบบ คือ 1) ขายหรือแบ่งรายได้คอนเทนต์ทีวีไปยังแพลตฟอร์มออนไลน์ (YouTube, Facebook ฯลฯ) และ Over-the-top (OTT) ในประเทศไทยและต่างประเทศ รายได้ที่มีอยู่ส่วนใหญ่ยังคงมาจากโมเดลนี้ และ 2) ONEE ทำหน้าที่เป็นผู้รับจ้างผลิตคอนเทนต์ที่ผลิตคอนเทนต์ต้นฉบับสำหรับผู้ให้บริการทีวีหรือแพลตฟอร์มอื่น ๆ ในประเทศ เช่น Netflix ธุรกิจนี้ยังอยู่ในระยะเริ่มต้น และเราขอที่จะรอดูการพัฒนารายได้และความสำเร็จของธุรกิจก่อนที่จะรวมบัญชีนี้ในประมาณการของเรา

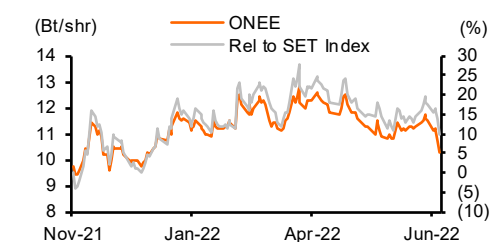
ปัจจัยผลักดันอื่น ๆ

ONEE ยังมีธุรกิจการจัดอีเวนต์ การบริหารจัดการศิลปิน และธุรกิจวิทยุอีกด้วย ธุรกิจเหล่านี้กำลังดีขึ้นหลังโควิดจากกิจกรรมความบันเทิงที่กลับมาอีกครั้ง ธุรกิจเหล่านี้คิดเป็น 14% ของ EBIT ในปี 2021 เราคาดว่าธุรกิจจะเติบโต 39/38/14% ในปี 2022-24F และคิดเป็น 17% ของ EBIT รวมในปี 2024F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	5,347	6,246	7,099	7,872
Net profit	828	1,042	1,303	1,525
Consensus NP	—	1,043	1,251	1,422
Diff frm cons (%)	—	(0.1)	4.2	7.3
Norm profit	828	1,042	1,303	1,525
Prev. Norm profit	—	1,042	1,303	1,525
Chg frm prev (%)	—	0.0	0.0	0.0
Norm EPS (Bt)	0.4	0.4	0.5	0.6
Norm EPS grw (%)	26.4	4.5	25.1	17.1
Norm PE (x)	24.6	23.5	18.8	16.1
EV/EBITDA (x)	8.8	9.1	7.7	6.5
P/BV (x)	3.6	3.2	2.9	2.6
Div yield (%)	0.7	1.7	2.1	2.5
ROE (%)	18.5	14.4	16.3	17.1
Net D/E (%)	(31.4)	(42.4)	(49.2)	(56.6)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

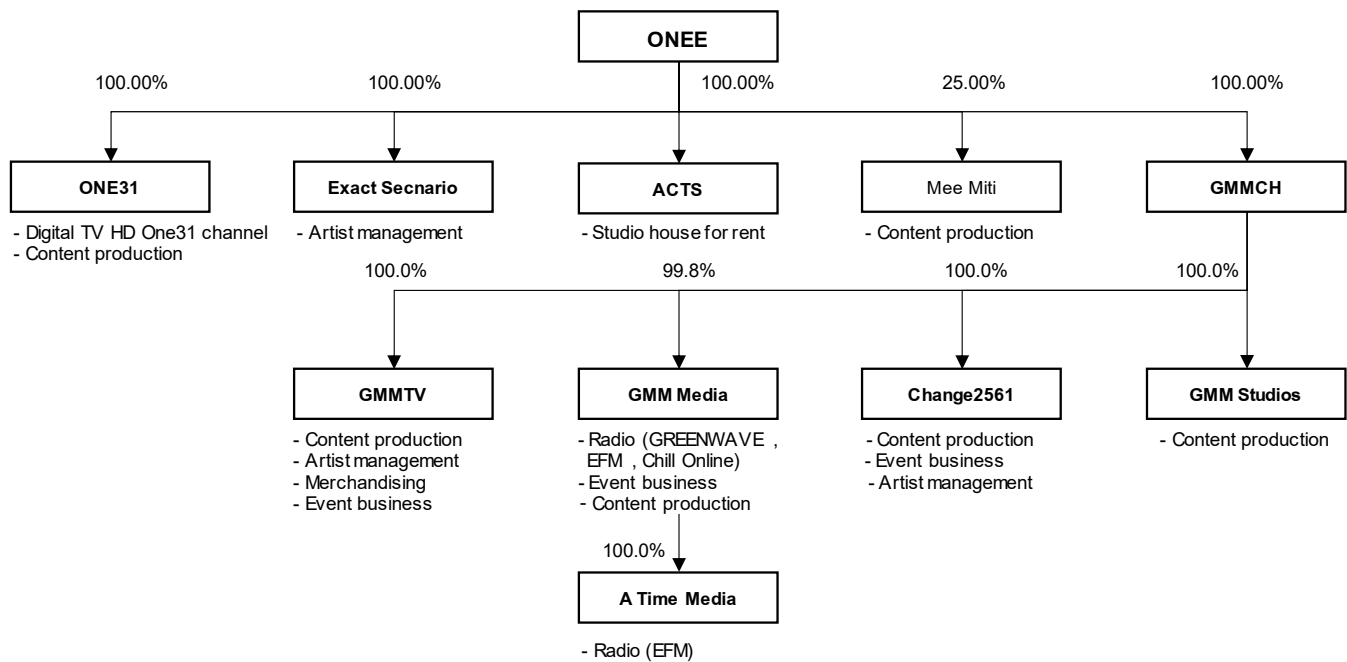
Price as of 17-Jun-22 (Bt)	10.30
Market Cap (US\$ m)	696.3
Listed Shares (m shares)	2,381.3
Free Float (%)	20.9
Avg Daily Turnover (US\$ m)	3.9
12M Price H/L (Bt)	12.80/8.80
Sector	MEDIA
Major Shareholder	Ms. Poramaporn Prasartong-Osoth, M.D. 40%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

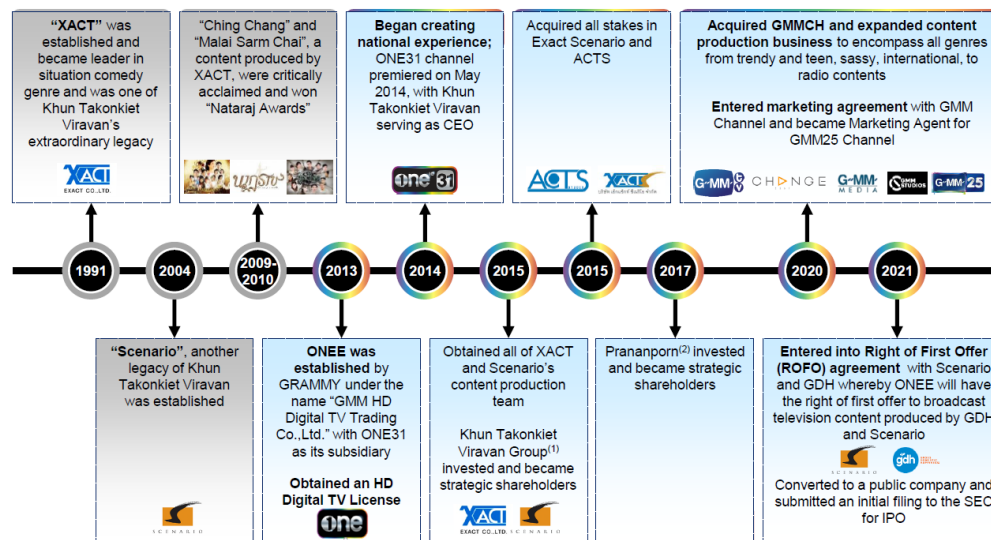
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: ONEE's Company Structure



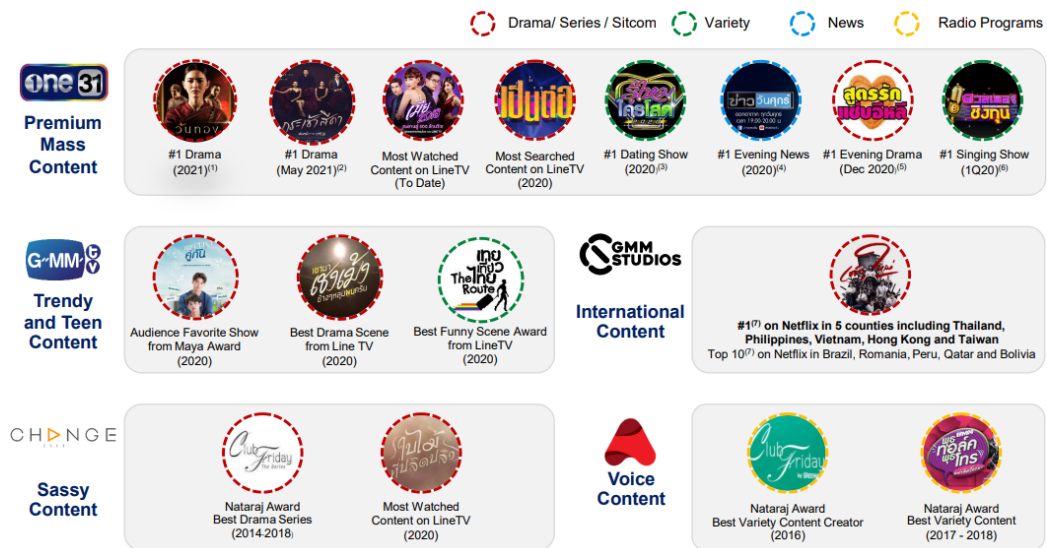
Source: Company data

Ex 2: ONEE's History



Source: Company data

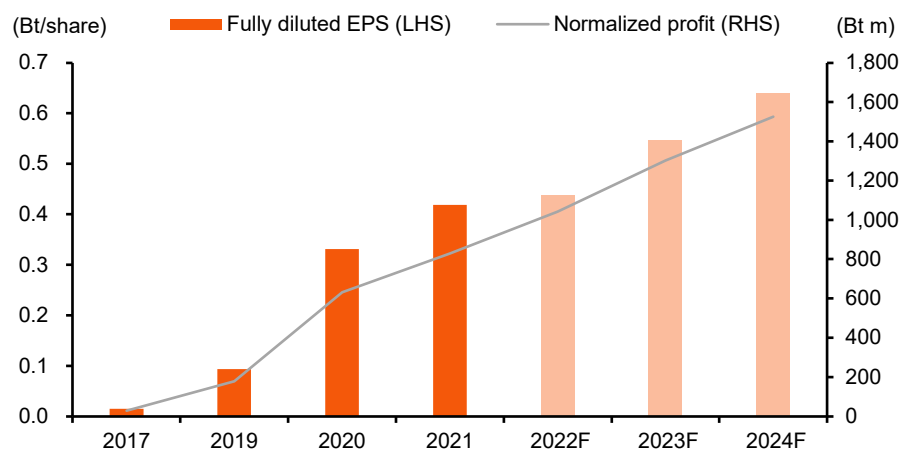
Ex 3: ONEE's Channel Position And Its Popular Content



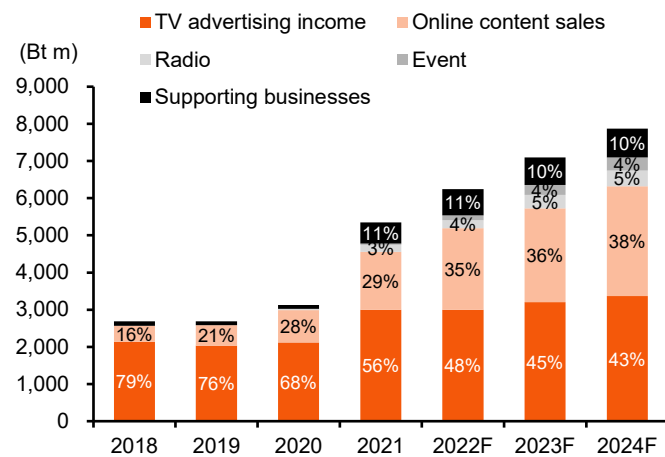
Source: Company data (Nielsen, LineTV, and Relevant News)

Note: (1) Based on the final episode NW15+ rating vs. other dramas from Jan-Apr 2021 (2) Based on the rating of the last three episodes that aired in May 2021 compared to other 20:00 – 21:00 dramas (3) Based on NW15+ ratings during 2020 (4) Based on 18:00-20:00 news shows' NW15+ ratings during 2020 (5) Based on 18:00-20:00 dramas' NW15+ ratings in Dec 2020 (6) Based on singing shows' NW15+ ratings during 4Q20 (7) For the month of May 2021

Ex 4: 25/17% EPS Growth In 2023-24F

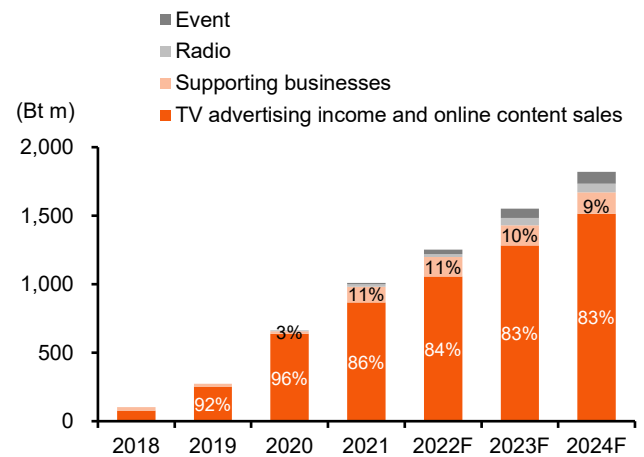


Sources: Company data, Thanachart estimates

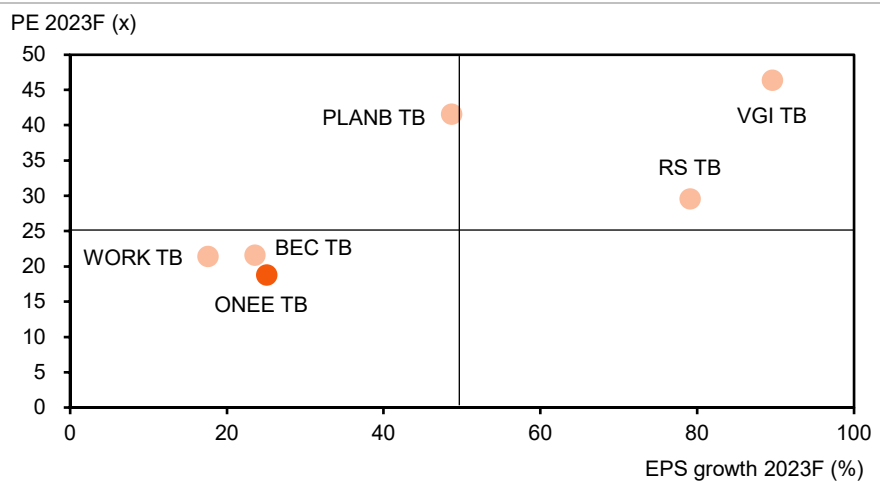
Ex 5: Revenue Forecasts

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: Revenue jump in 2021 was due to additional revenue contributed by the acquisition in of GMMCH (100% stake), which has content production, radio, production services and supporting businesses, in November 2020.

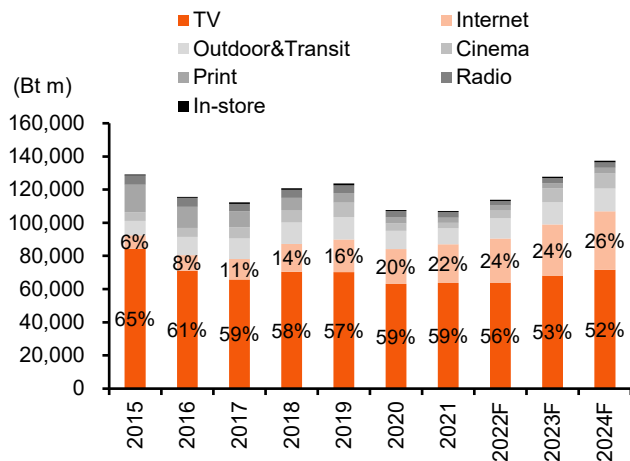
Ex 6: EBIT Forecasts

Source: Thanachart estimates

Ex 7: PE Comparison Of Media Stocks

Sources: Bloomberg estimates for WORK; Thanachart estimates for ONEE, BEC, PLANB, RS, VGI

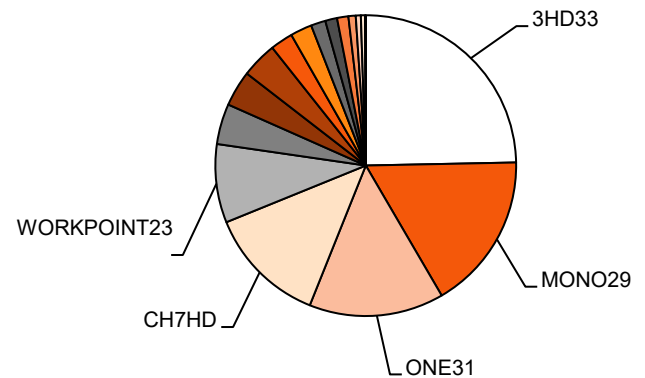
Ex 8: Advertising Expenditure (Adex)



Source: Nielsen

2017 was hit by hit by weak consumption and the mourning period
 2020-21 was hit by the COVID outbreak

Ex 9: Top Five Controlled 80% Of TV Adex In 5M21



Source: Nielsen

Note: Data based on TVC on air excluding any promotional discounts

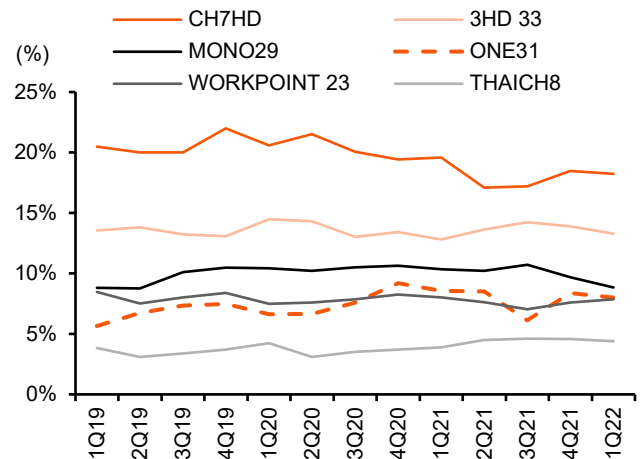
Ex 10: Improving TV Ratings

Ranked by Average All Day ⁽¹⁾ Rating					Ranked by Average Prime Time Rating				
#	Jan - Dec 2019	Jan - Dec 2020	Jan - Dec 2021	Jan - Mar 2022	#	Jan - Dec 2019	Jan - Dec 2020	Jan - Dec 2021	Jan - Mar 2022
1	3	3	3	3	1	3	3	3	3
2	3	3	3	3	2	3	3	3	3
3	29	29	29	29	3	29	29	29	29
4	workpoint	workpoint	workpoint	workpoint	4	workpoint	workpoint	workpoint	workpoint
5	one 31	one 31	one 31	one 31	5	one 31	one 31	one 31	one 31
6	truTV	truTV	truTV	truTV	6	truTV	truTV	truTV	truTV

Source: Nielsen; TV ratings based on nationwide age 15+

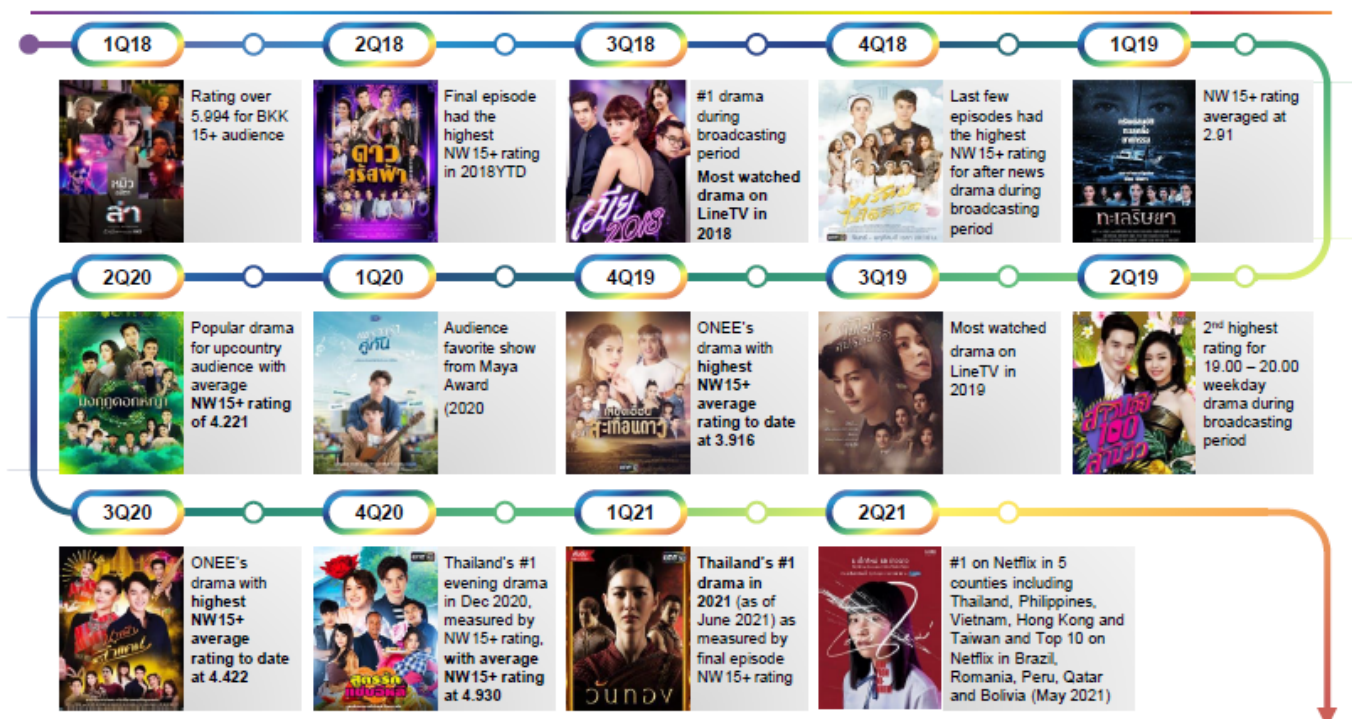
(1) Rating for average all-day is from 6:00-24:00

Ex 11: Improving Viewership Share



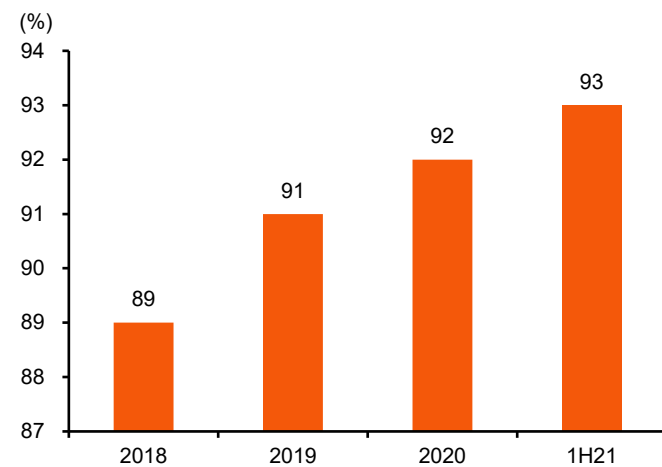
Source: Nielsen

Ex 12: ONEE's Popular Content



Sources: Company data, Nielsen

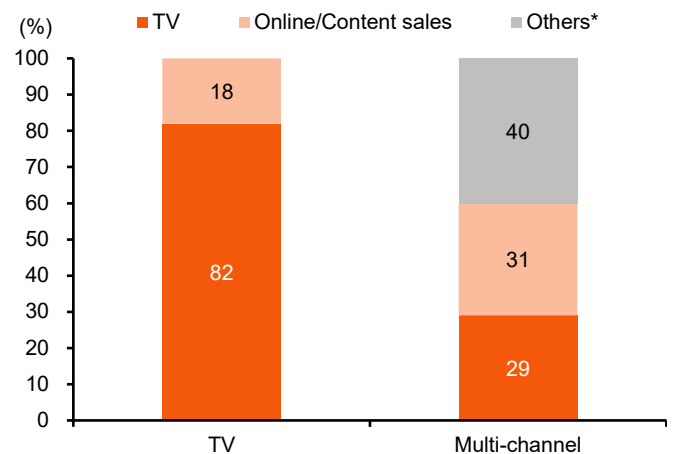
Ex 13: ONEE's Content Success Rate



Source: Company data

Note: Success rate is measured by the hours of content that make positive gross profit

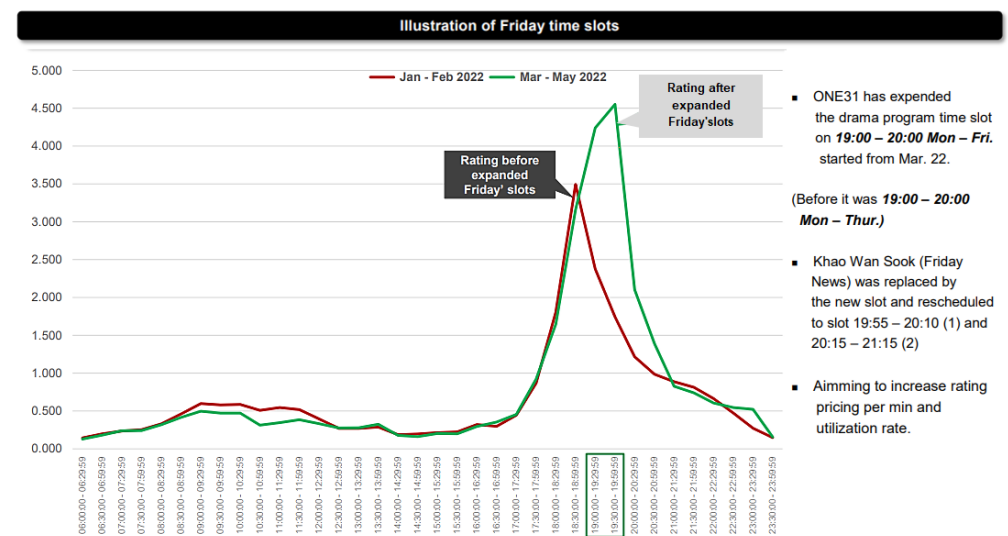
Ex 14: TV Vs. Multi-Channel Content



Source: Company data

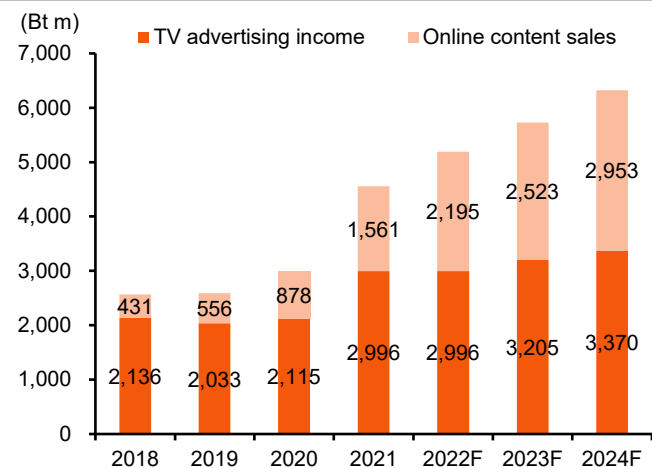
Note: *Others includes merchandising, artist management and events

Ex 15: ONEE's TV Growth Strategy To Expand Drama Timeslot



Source: Company data

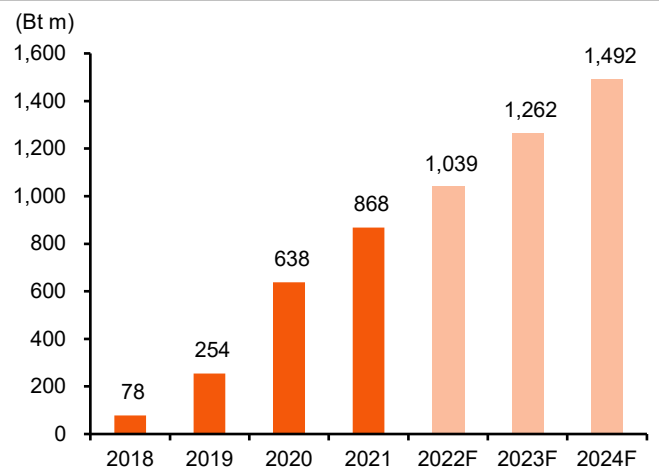
Ex 16: TV Advertising Income And Content Sales



Sources: Company data, Thanachart estimates.

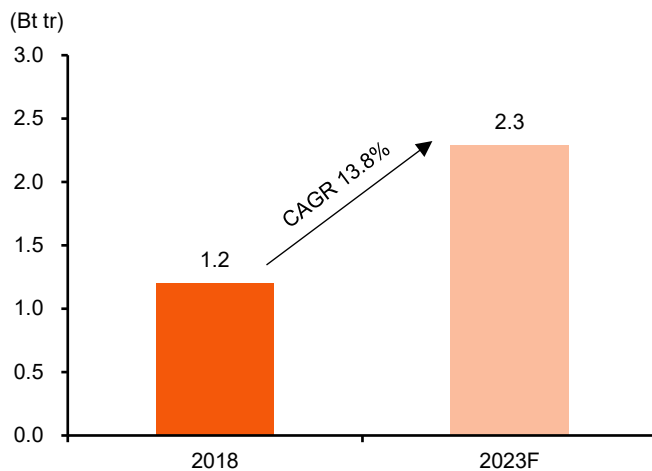
Note: ONEE entered into a marketing agreement with the GMM Channel in late 2020 and became a marketing agent for the GMM25 Channel

Ex 17: EBIT Forecasts



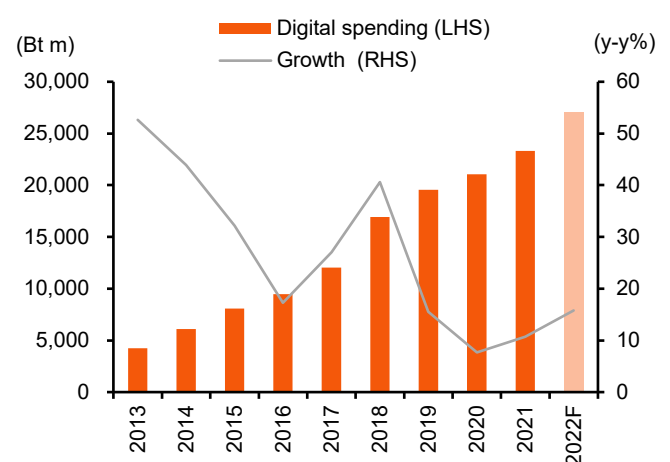
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 18: Global Online Media



Sources: ONEE, PwC Global Entertainment and Media Outlook (2019-2023).
 Note: Data is based on a foreign exchange rate of Bt31.5/US\$. CAGR is compound annual growth rate.

Ex 19: Thai Digital Spending



Sources: DATT 2012 – 2021 and 2022 projection by MI group

Ex 20: Examples Of ONEE's TV and OTT Customers Domestically And Internationally



Source: Company data

Ex 21: Examples Of Content Produced By ONEE For TV And Online Operators



Source: Company data

Ex 22: ONEE's Content Footprint



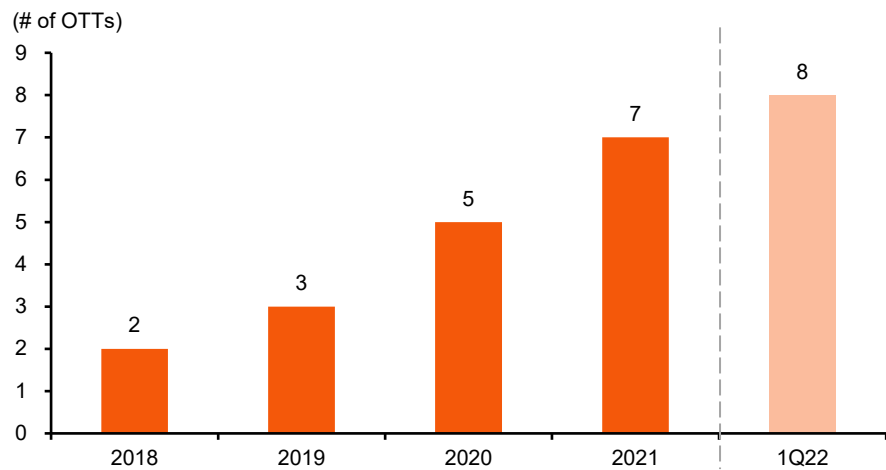
Source: Company data

Ex 23: ONEE's Key Success Content



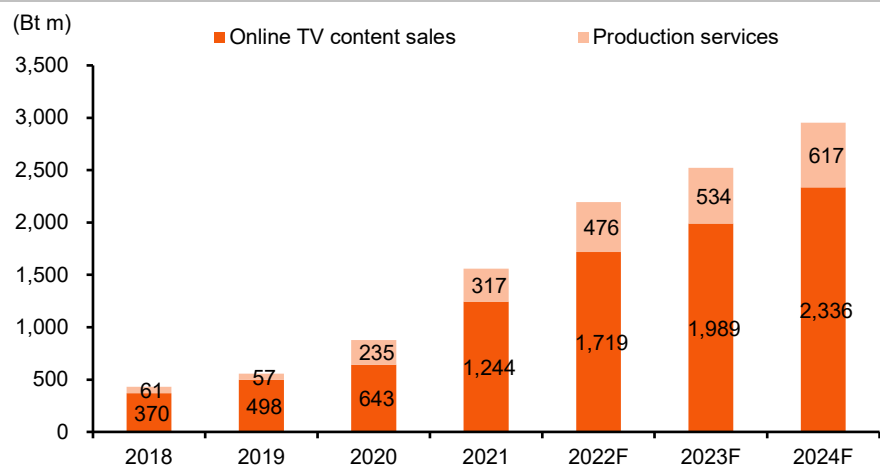
Source: Company data

Ex 24: Number Of OTT Platforms That ONEE Sells Content To

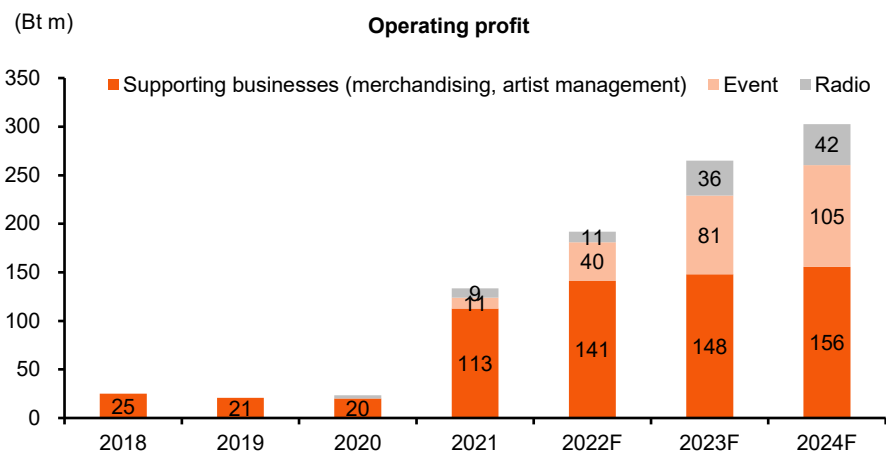


Source: Company data

Ex 25: Content Sales And Production Service Revenue Breakdown



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 26: We Expect Event, Radio, Supporting Businesses To Turn Around Post-COVID

Source: Thanachart estimates

*Note that the jump in 2021 was due to additional revenue contributed from the acquisition in of GMMCH (100% stake), which comprises content production, radio, production service and supporting businesses, in November 2020.

Ex 27: 12-month DCF-based Valuation, Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA	2,671	2,987	3,200	3,524	3,797	4,022	4,260	4,534	4,841	5,166	3,437	—
Free cash flow	2,200	2,466	2,675	2,936	3,174	3,373	3,568	3,787	4,037	4,300	3,510	36,684
PV of free cash flow	2,194	2,009	1,967	1,948	1,860	1,776	1,688	1,610	1,542	1,476	1,033	10,791
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.3											
WACC (%)	10.8											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	29,894											
Net debt (2022F)	(3,489)											
Minority interest	0											
Equity value	33,383											
# of shares (m)	2,381											
Equity value / share	14											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 28: 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	84.7	32.3	17.5	1.1	1.0	6.7	5.4	1.1	1.9
Sun TV Network	SUNTV IN	India	6.0	11.2	9.8	8.8	1.9	1.7	5.3	4.9	5.4	5.9
Zee Entertainment	Z IN	India	33.9	19.2	15.4	12.9	1.8	1.6	9.9	8.4	1.9	2.1
Surya Citra Media	SCMA IJ	Indonesia	(11.3)	18.7	11.8	10.0	2.1	1.9	8.3	7.0	3.2	4.1
Media Nusantara	MNCN IJ	Indonesia	6.2	10.3	5.1	4.6	0.7	0.6	4.0	3.7	3.4	5.0
Beijing Gehua	600037 CH	China	40.0	33.3	44.7	33.5	1.0	1.0	6.5	5.8	0.6	0.9
Media Prima Bhd	MPR MK	Malaysia	20.9	20.8	7.3	6.0	0.7	0.7	2.5	2.4	4.8	5.5
BEC World*	BEC TB	Thailand	28.5	23.6	26.6	21.6	4.3	4.1	7.8	7.1	3.4	4.2
MAJOR Cineplex*	MAJOR TB	Thailand	na	10.6	17.9	16.2	2.6	2.5	10.8	9.6	4.5	4.9
The One Enterprise*	ONEE TB	Thailand	4.5	25.1	23.5	18.8	3.2	2.9	9.1	7.7	1.7	2.1
Plan B Media*	PLANB TB	Thailand	na	48.7	61.9	41.6	4.2	4.0	9.6	8.8	0.8	1.9
RS Pcl*	RS TB	Thailand	117.6	79.1	53.0	29.6	6.4	5.9	20.9	12.6	1.5	2.7
VGI Global Media**	VGI TB	Thailand	na	89.6	87.9	46.4	1.9	1.9	34.1	26.5	0.2	1.6
Average			27.4	36.5	30.6	20.6	2.5	2.3	10.4	8.5	2.5	3.3

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth

** VGI's fiscal year ends in March.

Based on 17-Jun-22 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เดอะ วัน เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน) (ONEE) เป็นบริษัทโฮลดิ้ง ที่ทำธุรกิจสื่อและความบันเทิงหลากหลาย โดยสามารถแยกออกเป็นกลุ่มตามลักษณะของธุรกิจที่ดำเนินการได้ดังนี้ คือ 1) ธุรกิจกระจายเสียงและสื่อ รวมทั้งสื่อโทรทัศน์และวิทยุกระจายเสียง 2) ธุรกิจขายคอนเทนต์ออนไลน์ 3) ธุรกิจจัดอีเวนต์ และธุรกิจที่เกี่ยวข้องอื่น เช่น ธุรกิจบริหารจัดการศิลปินและขายสินค้าที่เกี่ยวข้องกับรายการหรือศิลปินของกลุ่มบริษัทฯ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

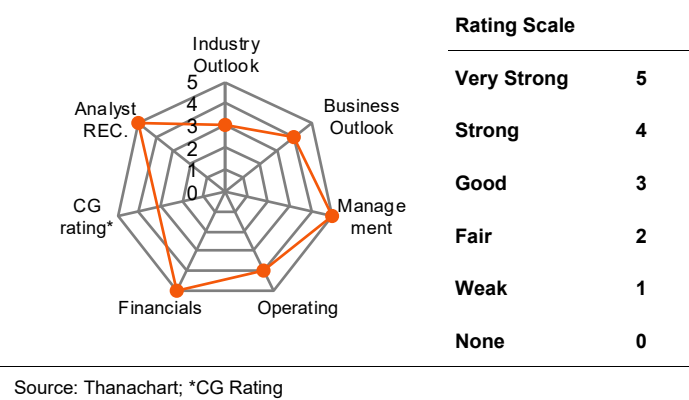
S — Strength

- มีละครและซีรีส์ไทยที่มีเนื้อหาครอบคลุมทุกกลุ่มผู้ชม อีกทั้งคอนเทนต์ยังตรงต่อความต้องการของคนรุ่นใหม่ในแพลตฟอร์มออนไลน์
- โมเดลธุรกิจแบบครบวงจร ที่วี การขายคอนเทนต์ออนไลน์ การบริหารจัดการศิลปิน และการขายสินค้าช่วยให้สามารถเก็บเกี่ยวผลประโยชน์จากคอนเทนต์ได้

O — Opportunity

- การเติบโตของแพลตฟอร์มออนไลน์

COMPANY RATING



W — Weakness

- พึ่งพิงแนวโน้มการบริโภคในประเทศ
- ด้วยมีเรตติ้งทีวีเป็นอันดับที่ 4 อัตราค่าโฆษณาจึงยังคงต่ำเมื่อเทียบกับคู่แข่งอันดับต้นๆ

T — Threat

- ส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้นของแพลตฟอร์มดิจิทัล ทำให้ผู้มีโฆษณามีทางเลือกมากขึ้นและอาจส่งผลกระทบต่อ การปรับขึ้นอัตราค่าโฆษณาของ ONEE
- เศรษฐกิจถดถอย

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	13.20	14.00	6%
Net profit 22F (Bt m)	1,043	1,042	0%
Net profit 23F (Bt m)	1,251	1,303	4%
Consensus REC	BUY: 5	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรสุทธิปี 2022F ของเราใกล้เคียงกับของตลาด แต่กำไรปี 2023F ของเราสูงกว่า 4% ซึ่งเป็นเพราะเราคาดว่าจะรายได้โฆษณาฟื้นตัวขึ้น ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากรายได้จากการขายลิขสิทธิ์คอนเทนต์ออนไลน์ต่ำกว่าคาด
- หากมีอัตราการใช้เวลาโฆษณาที่ดิ่งขึ้นต่ำกว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อ ประสิทธิภาพของเรา
- หากต้นทุนการผลิตรายการของบริษัทฯ สูงกว่าประมาณการปัจจุบัน
- หากการพัฒนาของช่องทีวีดิจิทัล และแพลตฟอร์มออนไลน์อื่นเร็วกว่าคาด
- หากเม็ดเงินโฆษณาในประเทศฟื้นตัวช้ากว่าคาด

Source: Thanachart

We project 2023-24F EPS growth of 25/17%

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	3,127	5,347	6,246	7,099	7,872
Cost of sales	1,540	2,637	3,182	3,592	3,941
Gross profit	1,587	2,710	3,064	3,507	3,932
% gross margin	50.8%	50.7%	49.1%	49.4%	49.9%
Selling & administration expenses	925	1,707	1,829	1,975	2,133
Operating profit	662	1,003	1,235	1,532	1,799
% operating margin	21.2%	18.8%	19.8%	21.6%	22.8%
Depreciation & amortization	812	1,078	1,109	1,127	1,146
EBITDA	1,475	2,080	2,344	2,659	2,944
% EBITDA margin	47.2%	38.9%	37.5%	37.5%	37.4%
Non-operating income	89	91	91	103	114
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(87)	(129)	(24)	(13)	(15)
Pre-tax profit	664	965	1,302	1,622	1,898
Income tax	38	137	260	324	380
After-tax profit	627	828	1,042	1,298	1,518
% net margin	20.0%	15.5%	16.7%	18.3%	19.3%
Shares in affiliates' Earnings	5	0	0	5	7
Minority interests	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	631	828	1,042	1,303	1,525
Normalized profit	631	828	1,042	1,303	1,525
EPS (Bt)	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6
Normalized EPS (Bt)	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	2,262	4,294	5,384	6,605	8,064
Cash & cash equivalent	413	2,462	3,225	4,157	5,358
Account receivables	1,153	1,145	1,335	1,517	1,682
Inventories	599	564	680	768	842
Others	96	123	144	164	182
Investments & loans	16	12	12	12	12
Net fixed assets	831	807	809	796	771
Other assets	4,445	4,192	4,090	3,983	3,871
Total assets	7,555	9,305	10,294	11,397	12,718
LIABILITIES:					
Current liabilities:	2,001	2,037	2,152	2,358	2,666
Account payables	786	931	1,133	1,279	1,404
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	593	311	0	8	43
Others current liabilities	623	795	1,019	1,071	1,219
Total LT debt	2,975	0	0	0	0
Others LT liabilities	476	423	545	608	662
Total liabilities	5,452	2,460	2,698	2,966	3,328
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	3,810	4,763	4,763	4,763	4,763
Share premium	0	2,817	2,817	2,817	2,817
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
Retained earnings	(1,708)	(734)	17	851	1,810
Shareholders' equity	2,102	6,845	7,596	8,430	9,390
Liabilities & equity	7,555	9,305	10,294	11,397	12,718

Sources: Company data, Thanachart estimates

ONEE had its IPO in November 2021 and used some of the proceeds to pay down debt

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	664	965	1,302	1,622	1,898
Tax paid	(29)	(134)	(257)	(323)	(377)
Depreciation & amortization	812	1,078	1,109	1,127	1,146
Chg In working capital	(338)	189	(104)	(124)	(115)
Chg In other CA & CL / minorities	290	141	199	36	134
Cash flow from operations	1,400	2,240	2,250	2,339	2,685
Capex	(382)	(117)	(150)	(150)	(150)
Right of use	(273)	59	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	2	4	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(2,167)	(795)	(685)	(745)	(754)
Cash flow from investments	(2,821)	(849)	(885)	(945)	(954)
Debt financing	1,641	(3,257)	(311)	8	35
Capital increase	0	3,770	0	0	0
Dividends paid	0	0	(290)	(469)	(566)
Warrants & other surplus	(5)	145	0	0	0
Cash flow from financing	1,635	658	(602)	(461)	(530)
Free cash flow	1,018	2,122	2,100	2,189	2,535

We expect ONEE's PE to fall in 2023F, supported by strong earnings growth

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	31.1	24.6	23.5	18.8	16.1
Normalized PE - at target price (x)	42.3	33.4	32.0	25.6	21.9
PE (x)	31.1	24.6	23.5	18.8	16.1
PE - at target price (x)	42.3	33.4	32.0	25.6	21.9
EV/EBITDA (x)	15.4	8.8	9.1	7.7	6.5
EV/EBITDA - at target price (x)	20.2	12.3	12.8	11.0	9.5
P/BV (x)	9.3	3.6	3.2	2.9	2.6
P/BV - at target price (x)	12.7	4.9	4.4	4.0	3.6
P/CFO (x)	14.0	9.1	10.9	10.5	9.1
Price/sales (x)	7.8	4.6	3.9	3.5	3.1
Dividend yield (%)	0.0	0.7	1.7	2.1	2.5
FCF Yield (%)	5.2	10.4	8.6	8.9	10.3
(Bt)					
Normalized EPS	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6
EPS	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6
DPS	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3
BV/share	1.1	2.9	3.2	3.5	3.9
CFO/share	0.7	1.1	0.9	1.0	1.1
FCF/share	0.5	1.1	0.9	0.9	1.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

2023-24F EPS growth
comes from all businesses

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	16.1	71.0	16.8	13.7	10.9
Net profit (%)	253.9	31.2	25.7	25.1	17.1
EPS (%)	253.9	26.4	4.5	25.1	17.1
Normalized profit (%)	253.9	31.2	25.7	25.1	17.1
Normalized EPS (%)	253.9	26.4	4.5	25.1	17.1
Dividend payout ratio (%)	0.0	19.8	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	50.8	50.7	49.1	49.4	49.9
Operating margin (%)	21.2	18.8	19.8	21.6	22.8
EBITDA margin (%)	47.2	38.9	37.5	37.5	37.4
Net margin (%)	20.0	15.5	16.7	18.3	19.3
D/E (incl. minor) (x)	1.7	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	1.5	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.6)
Interest coverage - EBIT (x)	7.6	7.8	51.8	120.2	122.0
Interest coverage - EBITDA (x)	16.9	16.2	98.3	208.7	199.6
ROA - using norm profit (%)	10.8	9.8	10.6	12.0	12.7
ROE - using norm profit (%)	35.3	18.5	14.4	16.3	17.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	35.0	18.5	14.4	16.2	17.0
- asset turnover (x)	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
- operating margin (%)	24.0	20.5	21.2	23.0	24.3
- leverage (x)	3.3	1.9	1.4	1.4	1.4
- interest burden (%)	88.4	88.2	98.2	99.2	99.2
- tax burden (%)	94.3	85.8	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8
ROIC (%)	19.5	16.4	21.0	28.0	33.6
NOPAT (Bt m)	624	860	988	1,226	1,439
invested capital (Bt m)	5,257	4,695	4,372	4,281	4,075

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 73 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2210A, AMAT16C2209A, AMAT16C2206A, AOT16C2209A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANPU16C2210A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGRI16C2209A, BLA16C2209A, BLA16C2205A, BLA16C2208A, CBG16C2207A, CENTEL16C2209A, CHG16C2207A, COM716C2211A, COM716C2208A, COM716C2209A, DOHO16C2207A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209B, ESSO16C2209A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2210A, GULF16C2207A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, IVL16C2209A, IVL16C2206A, JMART16C2210A, JMAR16C2206A, JMT16C2207A, KBAN16C2206A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, SET5016P2209B, S5016C2206A, S5016C2209A, S5016P2206A, S5016P2206B, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TTA16C2211A, TTA16C2207A, TTA16C2208A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CENTEL, CHG, COM7, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, PTG, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, SET50, SAWAD, SCB, SPRC, STEC, SYNEX, TOP, TTA, TU, WHA). 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 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 มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ 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 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	Strategy, ประกัน, 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, เติบเรอ พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้าน เรขารดา 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, แพล 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 ภัทรวลลี้ หวังมิ่งมาศ 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 สิทธิเชษฐ์ 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

มณฤดี 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 ลิมาวงษ์ปรางค์ Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สถาพร Tel: 662-779-9198 sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

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