

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 10.50

(From: Bt 10.00)

20 JULY 2022

Upside : 21.4%

Bangkok Exp. & Metro (BEM TB)

การลดลงของราคาหุ้นไม่สมเหตุผล

เรามองว่าราคาหุ้น BEM ที่ลดลง 5% จากจุดสูงสุดปีนี้ ทั้งที่กำไรเพิ่มขึ้น 106/49/14% y-y ในปี 2022-24F หนุนโดยยอดการใช้ทางด่วนและการฟื้นตัวของผู้โดยสารที่แข็งแกร่งและประโยชน์จาก operating leverage นั้นไม่สมเหตุผล ความเป็นไปได้ที่จะได้โครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตกเป็น upside ต่อราคาเป้าหมายใหม่ของเราที่ 10.5 บาท คงคำแนะนำ “ซื้อ”



SAKSID PHADTHANARAK

662 – 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

ความกังวลของตลาด

โควิดระลอกใหม่ และค่าไฟฟ้า และดอกเบี้ยจ่ายที่เพิ่มขึ้น ทำให้ตลาดวิตกกังวลเกี่ยวกับการฟื้นตัวกำไรของ BEM อย่างไรก็ตาม เราเห็นผลกระทบเล็กน้อย เนื่องจาก 1) BEM ยังคงรายงานยอดการใช้ทางด่วนฟื้นตัวแข็งแกร่งจาก 76% ของระดับก่อนโควิดใน 1Q22 เป็น 84% ใน 2Q22 และมีแนวโน้มเป็น 85% ในเดือนนี้ และจำนวนผู้โดยสารเพิ่มขึ้นจาก 58% ใน 1Q22 เป็น 76% ใน 2Q22 และมีแนวโน้มเป็น 80% เดือนนี้ 2) ค่าสาธารณูปโภคคิดเป็น 10% ของต้นทุนการดำเนินงานของ BEM และเราคาดว่าค่าไฟฟ้าที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น 16-26% ในปี 2022-23F แล้ว 3) BEM ได้ทำข้อตกลงแลกเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยเพื่อเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยลอยตัวเป็นอัตราคงที่ ทำให้ปัจจุบัน 75% ของหนี้เป็นหนี้ที่มีอัตราดอกเบี้ยคงที่ และเราปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย 25 bp ในปีนี้ และ 50 bp ในปีหน้า

เติบโต 202-456% y-y ใน 2Q-3Q22F

เนื่องจากยอดการใช้ทางด่วนและการฟื้นตัวของผู้โดยสารที่แข็งแกร่ง ผลประโยชน์จาก operating leverage และฐานกำไรที่ต่ำในปีที่แล้ว เราจึงคาดว่ากำไรของ BEM จะเติบโตที่ 202% y-y ใน 2Q22F และ 456% y-y ใน 3Q22 สำหรับรายปี ด้วยสมมติฐานของเราต่อยอดการใช้ทางด่วนของ BEM ที่ 84/97/98% ของระดับก่อนโควิด 2019 ในปี 2022-24F (เทียบกับ 80% ใน 6M22) และจำนวนผู้โดยสารที่ 70/98/107% (เทียบกับ 62% ใน 6M22) เราคาดว่ากำไรจะเติบโต 106/49/14% y-y ในปี 2022-24F

ปรับราคาเป้าหมายเป็น 10.50 บาท คงคำแนะนำ “ซื้อ”

เราปรับประมาณการกำไรของ BEM และด้วยปรับมาใช้ปีฐาน 2023F ราคาเป้าหมายของเราจึงเพิ่มขึ้นเป็น 10.5 บาท/หุ้น จาก 10 บาท เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” BEM นอกจากการฟื้นตัวของกำไรที่แข็งแกร่งแล้ว เราคาดว่าราคาหุ้นจะมีปัจจัยหนุนจากความเป็นไปได้ที่จะได้โครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก ซึ่งอยู่ในขั้นตอนการประมูลราคา โครงการรถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้ที่การรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนแห่งประเทศไทย (รฟม.) มีแนวโน้มที่จะเปิดประมูลผู้ประกอบการในปี 2026-27 และโครงการทางด่วน 2 ชั้น ซึ่งอยู่ระหว่างการจัดทำ EIA

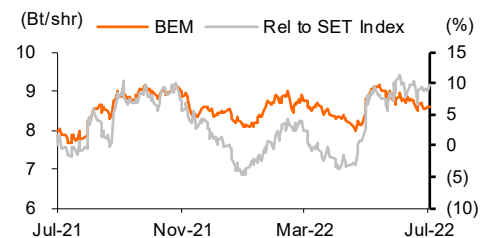
หากรถไฟฟ้าสายสีส้มล่าช้าไม่นาน

โครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตกอยู่ในขั้นตอนการประมูล โดยกำหนดวันยื่นประมูลในวันที่ 27 กรกฎาคม 2022 ผู้ชนะจะเป็นผู้สร้างสายสีส้มตะวันตกและดำเนินโครงการสายสีส้มทั้งหมด อย่างไรก็ตามมีความเสี่ยงที่การประมูลจะล่าช้าออกไป เนื่องจากข้อพิพาทระหว่าง รฟม. และบมจ. บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ (BTS, “ซื้อ”) หากเป็นกรณีนี้ เราไม่คาดว่าจะล่าช้าได้นาน เนื่องจากการก่อสร้างรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันออกจะแล้วเสร็จในปีหน้า และหากไม่มีผู้ชนะสำหรับโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก ก็จะไม่มีความจำเป็นบริหารสายสีส้มตะวันออก เราจึงคงมองว่า BEM มีโอกาสเป็นผู้นำ และหากเราสมมติให้โครงการนี้ให้ IRR อยู่ที่ 10% เราคาดว่าจะเพิ่มมูลค่าให้ 1 บาทต่อหุ้น จากราคาเป้าหมายของเรา

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	10,727	13,318	15,763	16,491
Net profit	1,010	2,080	3,091	3,520
Norm profit	1,010	2,080	3,091	3,520
Consensus NP	—	2,511	3,627	4,189
Diff frm cons (%)	—	(17.2)	(14.8)	(16.0)
Prev. Norm profit	—	2,125	3,155	3,586
Chg frm prev (%)	—	(2.1)	(2.0)	(1.8)
Norm EPS (Bt)	0.1	0.1	0.2	0.2
Norm EPS grw (%)	(50.7)	106.0	48.6	13.9
Norm PE (x)	130.9	63.6	42.8	37.6
EV/EBITDA (x)	54.4	35.7	27.5	25.3
P/BV (x)	3.5	3.4	3.2	3.0
Div yield (%)	0.9	0.4	0.6	0.7
ROE (%)	2.7	5.4	7.7	8.2
Net D/E (%)	184.1	168.2	146.2	140.0

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 20-Jul-22 (Bt)	8.65
Market Cap (US\$ m)	3,606.3
Listed Shares (m shares)	15,285.0
Free Float (%)	53.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	10.1
12M Price H/L (Bt)	9.15/7.65
Sector	Transportation
Major Shareholder	CK Pcl 31.3%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

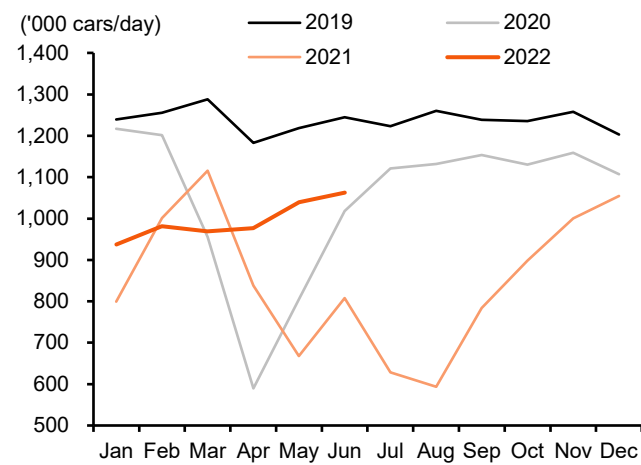
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

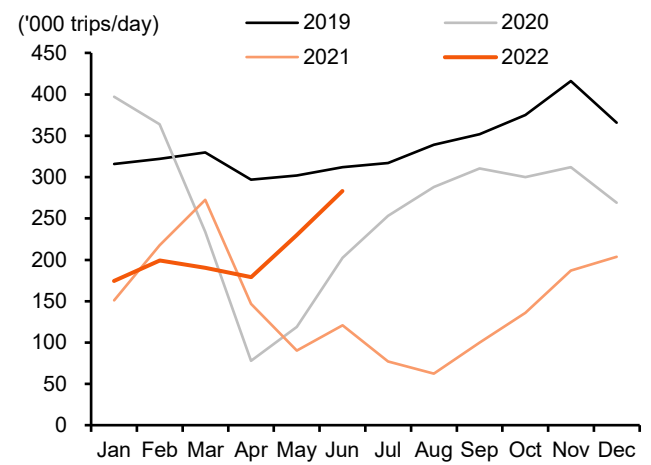
Ex 1: Our Sum-of-the-parts Valuation For BEM

BBG code	% holding	15% disc. from our fair value (Bt m)	Market value (Bt m)
TTW TB	18.5%	6,765	7,959
CKP TB	16.8%	7,376	6,508
Total		14,141	14,467
Per BA share (Bt)		0.9	0.9
Expressway & Mass Transit (Bt) (DCF derived)		1.5	
Our TP (Bt)		10.5	

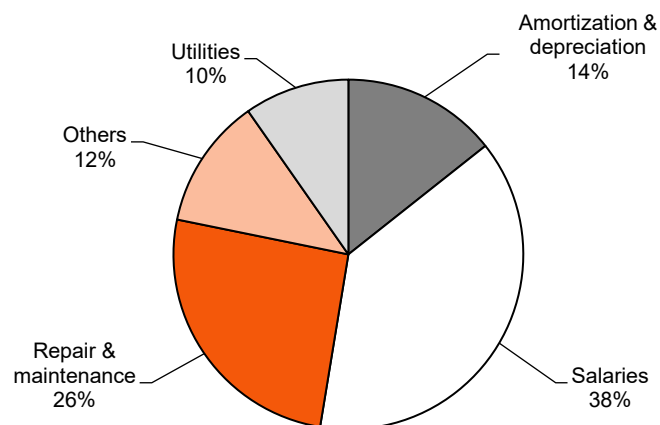
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: BEM's Traffic Volume

Source: Company data

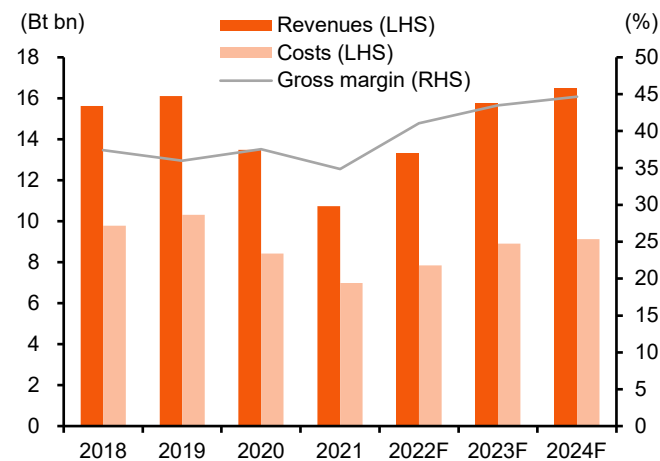
Ex 3: BEM's Ridership

Source: Company data

Ex 4: BEM's Cost Breakdown

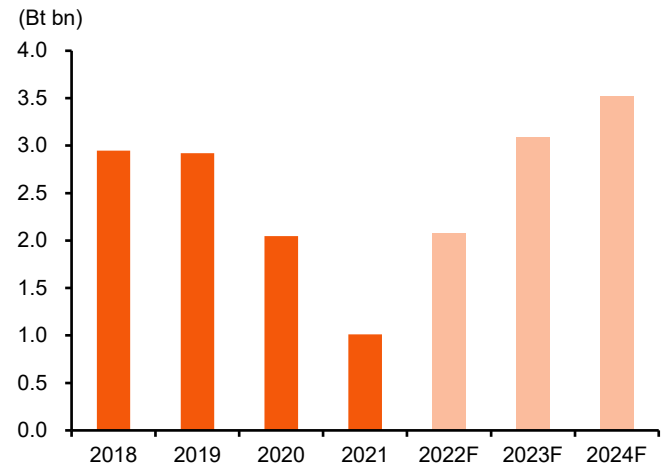
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: BEM's Revenues, Costs And Gross Margin



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: BEM's Normalized Earnings



Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 7: 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	36.9	na	na	116.1	0.6	0.5	16.1	7.3	0.0	1.0
Central Japan Railway	9022 JP	Japan	na	41.8	15.7	11.0	0.8	0.8	9.9	8.1	0.8	0.9
Keisei Electric Railway	9009 JP	Japan	na	33.0	24.3	18.3	1.4	1.4	22.0	17.6	0.5	0.5
MTR Corp Ltd	66 HK	Hong Kong	18.7	8.5	22.7	20.9	1.4	1.3	20.1	15.4	3.2	3.3
JungfrauBahn Holding	JFN SW	Switzerland	na	184.1	52.6	18.5	1.2	1.2	14.4	9.7	1.3	2.0
Jiangsu Expressway	177 HK	China	(15.1)	27.0	8.8	7.0	1.0	0.9	9.0	7.6	7.4	7.5
Shenzhen Expressway	548 HK	China	8.7	5.0	5.3	5.0	0.6	0.5	8.6	8.3	10.3	10.7
Zhejiang Expressway	576 HK	China	36.5	6.8	5.4	5.1	0.8	0.7	4.5	4.1	6.6	7.1
Anhui Expressway	995 HK	China	na	na	na	18.1	0.7	0.7	3.8	3.6	10.7	12.0
Jasa Marga Persero	JSMR IJ	Indonesia	na	25.4	15.7	12.5	1.1	1.0	9.6	8.2	1.1	1.5
Bangkok Express & Metro	BEM TB*	Thailand	106.0	48.6	63.6	42.8	3.4	3.2	35.7	27.5	0.4	0.6
BTS Group Holdings	BTS TB*	Thailand	(28.9)	(4.8)	57.8	60.7	1.9	1.9	72.8	64.1	1.0	1.0
Average			23.3	37.5	27.2	28.0	1.2	1.2	18.9	15.1	3.6	4.0

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-Jul-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

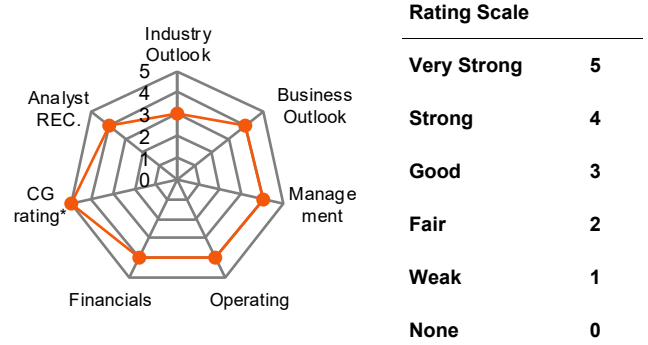
S — Strength

- ทางด่วน และรถไฟฟ้าใต้ดินของ BEM มีเส้นทางผ่านใจกลางกรุงเทพฯ และมีจำนวนผู้ใช้บริการที่ดี
- สร้างกระแสเงินสดได้อย่างสม่ำเสมอและยั่งยืน
-

O — Opportunity

- การขยายเครือข่ายเส้นทางของ BEM น่าจะช่วยให้ผู้โดยสารและผู้ขับขี่รถยนต์เข้ามาใช้บริการระบบขนส่งที่มีอยู่
- การลงทุนในโครงการโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาลจะสร้างโอกาสในการเติบโตสำหรับ BEM
- มีผู้ประกอบการเพียง 2 รายที่ดำเนินโครงการระบบขนส่งมวลชนในประเทศไทยในปัจจุบัน

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ตลาดรายได้ของ BEM จำกัดเฉพาะแต่ในกรุงเทพฯ
- ธุรกิจอยู่ภายใต้สัมปทาน ทำให้มีความเสี่ยงในการต่อเนื่องของธุรกิจ
-

T — Threat

- การเข้ามาแทรกแซงการปรับค่าผ่านทางและอัตราค่าโดยสารของภาครัฐในอดีต แม้จะเป็นสัญญาสัมปทานก็ตาม
- ความล่าช้าในการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาล

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	10.01	10.50	5%
Norm profit 22F (Bt m)	2,511	2,080	-17%
Norm profit 23F (Bt m)	3,627	3,091	-15%
Consensus REC	BUY: 15	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2022-23F ของเรต่ำกว่าของโบรกเกอร์อื่น 14-17% เนื่องจากเราให้สมมติฐานยอดการใช้ทางด่วนและผู้โดยสารของ BEM อย่างระมัดระวังขึ้น
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาดเล็กน้อย เนื่องจากเรามองบวกต่อแนวโน้มกำไรและมูลค่าในระยะยาวของบริษัทฯ

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

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	13,318	15,763	16,491
Cost of sales	8,427	6,990	7,853	8,906	9,126
Gross profit	5,063	3,737	5,465	6,857	7,365
% gross margin	37.5%	34.8%	41.0%	43.5%	44.7%
Selling & administration expenses	1,347	1,160	1,332	1,419	1,451
Operating profit	3,716	2,577	4,133	5,438	5,914
% operating margin	27.5%	24.0%	31.0%	34.5%	35.9%
Depreciation & amortization	1,858	1,129	1,408	1,564	1,759
EBITDA	5,574	3,706	5,541	7,002	7,673
% EBITDA margin	41.3%	34.5%	41.6%	44.4%	46.5%
Non-operating income	830	755	726	755	770
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(2,113)	(2,187)	(2,257)	(2,328)	(2,281)
Pre-tax profit	2,433	1,145	2,602	3,866	4,402
Income tax	382	134	520	773	880
After-tax profit	2,051	1,011	2,082	3,093	3,522
% net margin	15.2%	9.4%	15.6%	19.6%	21.4%
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	2,080	3,091	3,520
Normalized profit	2,048	1,010	2,080	3,091	3,520
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	4,453	4,947	5,094
Cash & cash equivalent	2,375	1,897	1,766	1,766	1,766
Account receivables	549	473	588	695	728
Inventories	0	0	0	0	0
Others	2,120	2,170	2,100	2,486	2,600
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	113,443	112,223	116,460
LIABILITIES:					
Current liabilities:	13,734	10,645	11,706	11,392	11,621
Account payables	1,745	1,492	1,677	1,902	1,949
Bank overdraft & ST loans	3,000	2,000	3,361	3,112	3,171
Current LT debt	8,360	6,544	6,029	5,584	5,689
Others current liabilities	629	609	640	794	812
Total LT debt	57,902	62,763	57,823	53,549	54,565
Others LT liabilities	3,947	3,982	5,005	5,927	6,224
Total liabilities	75,582	77,390	74,534	70,867	72,410
Minority interest	42	2	3	4	6
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	17,906	20,350	23,044
Shareholders' equity	37,991	37,697	38,906	41,351	44,045
Liabilities & equity	113,616	115,088	113,443	112,223	116,460

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	2,602	3,866	4,402
Tax paid	(366)	(148)	(510)	(768)	(877)
Depreciation & amortization	1,858	1,129	1,408	1,564	1,759
Chg In working capital	(261)	(177)	70	117	15
Chg In other CA & CL / minorities	19	(98)	91	(236)	(100)
Cash flow from operations	3,683	1,851	3,661	4,543	5,199
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)	2,523	2,422	1,797
Cash flow from investments	(3,146)	(3,069)	1,173	1,072	(5,553)
Debt financing	2,817	2,045	(4,094)	(4,968)	1,180
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,376)	(1,529)	(871)	(646)	(826)
Warrants & other surplus	(1,465)	224	0	0	0
Cash flow from financing	(24)	741	(4,965)	(5,615)	354
Free cash flow	32	(181)	2,361	3,243	(2,101)

VALUATION

*We believe BEM deserves a
premium valuation given its
strong earnings recovery
and many potential projects*

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	64.6	130.9	63.6	42.8	37.6
Normalized PE - at target price (x)	78.4	158.9	77.1	51.9	45.6
PE (x)	64.5	130.9	63.6	42.8	37.6
PE - at target price (x)	78.2	158.9	77.1	51.9	45.6
EV/EBITDA (x)	35.7	54.4	35.7	27.5	25.3
EV/EBITDA - at target price (x)	40.8	62.0	40.8	31.6	29.0
P/BV (x)	3.5	3.5	3.4	3.2	3.0
P/BV - at target price (x)	4.2	4.3	4.1	3.9	3.6
P/CFO (x)	35.9	71.4	36.1	29.1	25.4
Price/sales (x)	9.8	12.3	9.9	8.4	8.0
Dividend yield (%)	1.2	0.9	0.4	0.6	0.7
FCF Yield (%)	0.0	(0.1)	1.8	2.5	(1.6)
(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)	24.2	18.4	4.6
Net profit (%)	(62.3)	(50.8)	106.0	48.6	13.9
EPS (%)	(62.3)	(50.8)	106.0	48.6	13.9
Normalized profit (%)	(29.9)	(50.7)	106.0	48.6	13.9
Normalized EPS (%)	(29.9)	(50.7)	106.0	48.6	13.9
Dividend payout ratio (%)	74.5	121.1	25.0	25.0	25.0
Operating performance					
Gross margin (%)	37.5	34.8	41.0	43.5	44.7
Operating margin (%)	27.5	24.0	31.0	34.5	35.9
EBITDA margin (%)	41.3	34.5	41.6	44.4	46.5
Net margin (%)	15.2	9.4	15.6	19.6	21.4
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	2.3	2.6
Interest coverage - EBITDA (x)	2.6	1.7	2.5	3.0	3.4
ROA - using norm profit (%)	1.8	0.9	1.8	2.7	3.1
ROE - using norm profit (%)	5.3	2.7	5.4	7.7	8.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	5.3	2.7	5.4	7.7	8.2
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	33.7	31.1	36.5	39.3	40.5
- leverage (x)	2.9	3.0	3.0	2.8	2.7
- interest burden (%)	53.5	34.4	53.5	62.4	65.9
- 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	4.6
NOPAT (Bt m)	3,133	2,276	3,307	4,350	4,731
invested capital (Bt m)	104,879	107,107	104,354	101,830	105,705

Sources: Company data, Thanachart estimates

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 70 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2211A, ADVANC16C2210A, AMAT16C2209A, AOT16C2209A, AWC16C2207A, BAM16C2207A, BANP16C2207A, BANPU16C2210A, BCH16C2211A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGRI16C2209A, BLA16C2208A, BLA16C2209A, CBG16C2207A, CBG16C2210A, CENTEL16C2209A, CHG16C2207A, COM716C2211C, COM716C2211B, COM716C2208A, COM716C2209A, COM716C2211A, DOHO16C2207A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209A, ESSO16C2209B, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2207A, GULF16C2210A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2211A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, IVL16C2209A, JMART16C2210A, JMT16C2207A, JMT16C2210A, KBANK16C2211A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2211A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MINT16C2211A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, S5016C2209A, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SET5016P2209B, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, TOP16C2211A, TTA16C2207A, TTA16C2208A, TTA16C2211A, 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, SAWAD, SCB, SET50, SPRC, STEC, TOP, TTA, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าว ก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ทุนธนชาติ 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)

บริษัท ทุนธนชาติ 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 ทุนธนชาติ 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 มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอติวีณ์ ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีดิวิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีดิวิเปเมนท์ 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 นิการุณ, 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, เติ่นเรือ 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, 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, 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 สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@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	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 ลิมาวงษ์ปราชญ์ 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
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th