

**BUY** (Unchanged)

**TP: Bt 77.00**

(From: Bt 76.50)

**Company Update**

**Upside: 13.7%**

**15 JULY 2021**

# COM7 Pcl. (COM7TB)

## แข็งแกร่งต่อเนื่อง



**PATTADOL BUNNAK**

662 – 483 8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

เราคาดว่า COM7 จะมีกำไรเติบโตแข็งแกร่งมากที่สุดที่ 76% y-y ใน 2Q21F ทั้งที่มีการระบาดที่รุนแรงขึ้นของโควิด ระลอก 3 ปัจจัยหลักผลักดันยังคงเป็นความต้องการผลิตภัณฑ์ไอทีที่แข็งแกร่ง SKU's ใหม่ และส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้เรายังคาดว่า COM7 นั้นแข็งแกร่งในช่วงล็อกดาวน์ด้วยร้านยังเปิดและมียอดขายออนไลน์ที่แข็งแกร่ง คงคำแนะนำ "ซื้อ"

### 2Q21F เป็นอีกไตรมาสที่แข็งแกร่งมาก

เราคาดว่ากำไร 2Q21F ของ COM7 อยู่ที่ 480 ลบ. เพิ่มขึ้น 76% y-y แต่ลดลง 15% q-q ตามปัจจัยฤดูกาล เราถือว่าผลการดำเนินงานนั้นแข็งแกร่งมาก เนื่องจากมีการระบาดของโควิด ระลอก 3 ที่รุนแรง ซึ่งส่งผลลบอย่างชัดเจนต่อจำนวนผู้มาใช้บริการศูนย์การค้าใน 2Q21 นอกจากนี้ COM7 ยังเผชิญกับการขาดแคลนผลิตภัณฑ์แท็บเล็ต และคอมพิวเตอร์ เราเชื่อว่าปัจจัยหลักผลักดันกำไรมาจากความต้องการผลิตภัณฑ์ไอทีที่แข็งแกร่ง มี SKU โทรศัพท์ที่รองรับ 5G เพิ่มขึ้น และการขยายสาขา 17% y-y หรือเปิดอีก 132 สาขา ปัจจุบัน COM7 มีร้านค้า 920 สาขา

### ร้านยังคงเปิดในช่วงล็อกดาวน์

ในช่วงที่มีผู้ติดเชื้อโควิดที่เพิ่มขึ้น รัฐบาลได้สั่งปิดร้านค้าส่วนใหญ่ในศูนย์การค้าในกรุงเทพฯ และ 5 จังหวัด ตั้งแต่วันจันทร์ที่ผ่านมา เป็นเวลา 14 วัน แต่ยังคงที่ร้านของ COM7 ส่วนใหญ่ และร้านไอทีอื่นๆ ยังคงได้รับอนุญาตให้เปิดบริการพร้อมกับร้านค้าที่จำหน่ายสินค้าที่จำเป็น เช่น ร้านอาหาร และร้านขายยา ผลิตภัณฑ์ไอทีถือเป็นสิ่งจำเป็นสำหรับการสื่อสารและการทำงานที่บ้าน เราคาดว่า COM7 จะได้รับผลกระทบบางส่วนเช่นกัน เนื่องจากจำนวนผู้มาใช้บริการศูนย์การค้ามีแนวโน้มลดลงอย่างมากในช่วงล็อกดาวน์ เนื่องจากมีร้านค้าและพื้นที่เปิดให้บริการไม่มาก ใน *Siam Senses – The Rainbow Effect* วันที่ 14 ก.ค.2021 เราได้ปรับกำไรของ COM7 ลง 3% ในปีนี้ จากสมมติฐานว่ามีการล็อกดาวน์ 1 เดือน แต่ปรับเพิ่มกำไร 3% ในปี 2022F จากอุปสงค์ที่ฟื้นตัว และสินค้า SKU ใหม่ อีกทั้งราคาเป้าหมายของเราถูกปรับมาใช้ปีฐาน 2022F

### ยังคงอยู่ในรอบการเติบโตที่แข็งแกร่ง

เรามองว่า COM7 ยังคงเป็นหุ้นที่มีการเติบโตแข็งแกร่ง และเราคาดว่า EPS จะเติบโต 41/35/24% ในปี 2021-23F ปัจจัยผลักดันที่สำคัญ คือ 1) มีโทรศัพท์ 5G มากขึ้น 2) การขยายสาขา 9-11% หรือ 100 สาขา ต่อปี ในช่วงสามปีข้างหน้า (911 สาขา ในปี 2020) 3) ผลิตภัณฑ์ใหม่ทั้งในสายธุรกิจเดิมและใหม่ เช่น สมาร์ทโฟน Xiaomi และผลิตภัณฑ์เครื่องใช้ในบ้าน 4) ส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง และ 5) การขยายไปยังธุรกิจใหม่ (ดูบทวิเคราะห์ COM7 “แนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง” วันที่ 1 มี.ค.2021) ปัจจุบัน Xiaomi มีส่วนแบ่งตลาดโทรศัพท์มือถือที่ใหญ่เป็นอันดับ 2 ของไทย จากอันดับที่ 5 ในปีที่แล้ว นอกจากนี้ยังน่าจะหนุนการรุกเข้าสู่ตลาดผลิตภัณฑ์เครื่องใช้ในบ้านอัจฉริยะ อีกด้วย

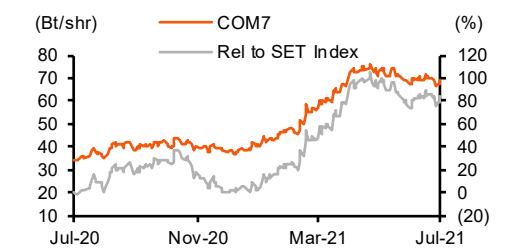
### ร้านค้าแบบสดเด่นต่อไอที

จากเบ้าร้านใหม่ทั้งหมด 100 แห่งในปีนี ราว 30 แห่ง มีแผนที่จะอยู่ในรูปแบบสดเด่นต่อไอทีขนาดใหญ่นอกศูนย์การค้า โดยปีนี้ COM7 เปิดร้านสดเด่นต่อไอทีแล้ว 10 แห่ง แม้จะมีขนาดใหญ่กว่า 2 เท่า แต่ COM7 คาดว่าอัตรากำไรสุทธิจะใกล้เคียงกับร้านที่มีอยู่ในศูนย์การค้า ค่าเช่าต่อ ตร.ม. ถูกกว่าในศูนย์การค้ามากกว่า 50% ร้านค้าสดเด่นต่อไอทีนี้เพื่อรองรับกลุ่มผลิตภัณฑ์ใหม่ที่ต้องการพื้นที่มากขึ้น ได้แก่ เครื่องใช้ในบ้าน และผลิตภัณฑ์อัจฉริยะอื่นๆ

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	37,306	44,825	52,686	59,357
Net profit	1,491	2,041	2,746	3,392
Consensus NP	—	2,081	2,654	3,207
Diff frm cons (%)	—	(1.9)	3.5	5.8
Norm profit	1,449	2,041	2,746	3,392
Prev. Norm profit	—	2,041	2,746	3,392
Chg frm prev (%)	—	0.0	0.0	0.0
Norm EPS (Bt)	1.2	1.7	2.3	2.8
Norm EPS gw (%)	19.1	40.8	34.5	23.5
Norm PE (x)	56.1	39.8	29.6	24.0
EV/EBITDA (x)	34.9	26.4	20.3	16.8
P/BV (x)	21.1	18.2	15.4	13.4
Div yield (%)	1.5	2.0	2.8	3.6
ROE (%)	40.1	49.0	56.4	59.9
Net D/E (%)	22.4	4.3	(2.2)	(7.8)

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 15-Jul-21 (Bt)	67.75
Market Cap (US\$ m)	2,488.7
Listed Shares (m shares)	1,200.0
Free Float (%)	45.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	22.9
12M Price H/L (Bt)	76.50/34.25
Sector	Commerce
Major Shareholder	Khun Sura Kanittavikul 25.05%

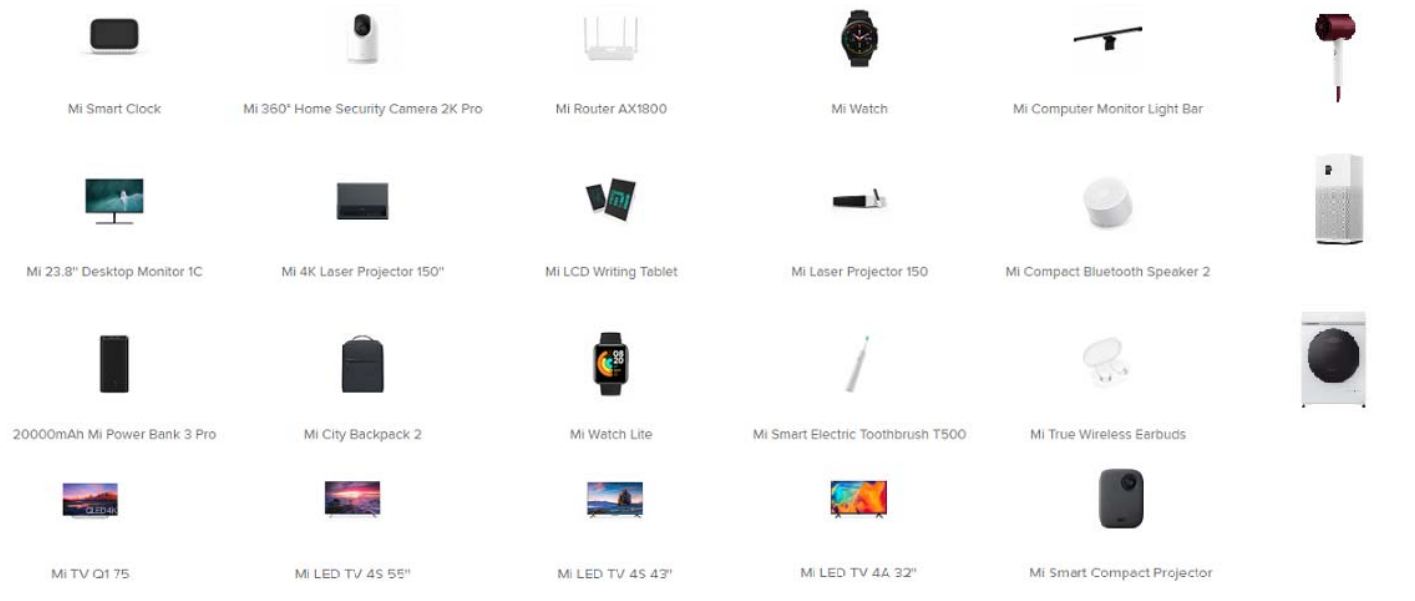
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

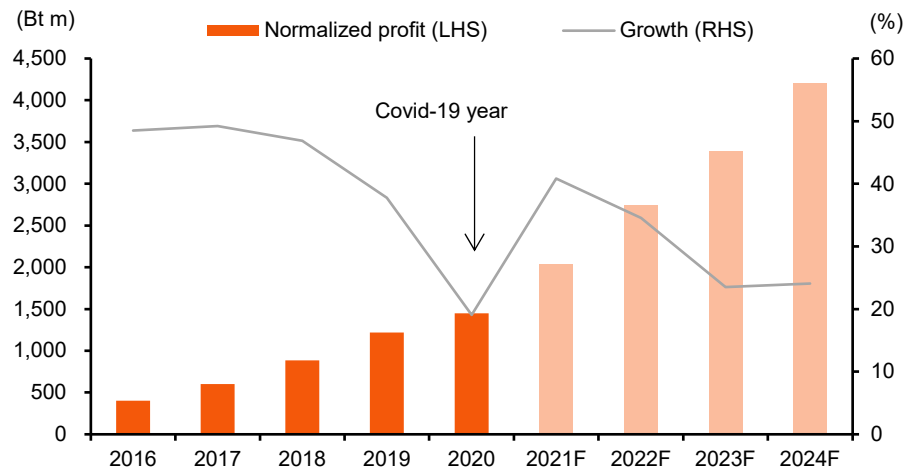


**Ex 1: Xiaomi's Products**



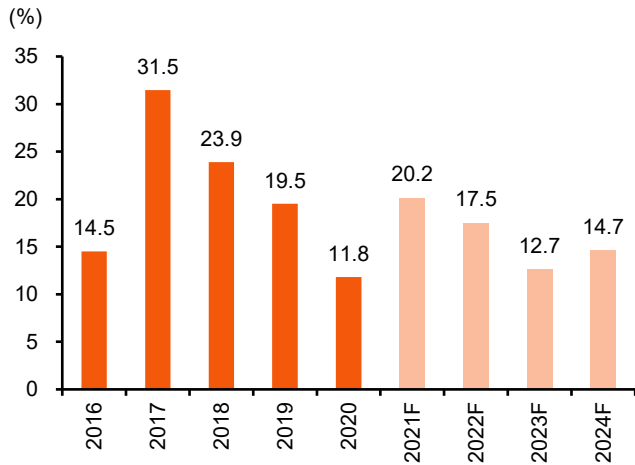
Source: Xiaomi

**Ex 2: Earnings Momentum**



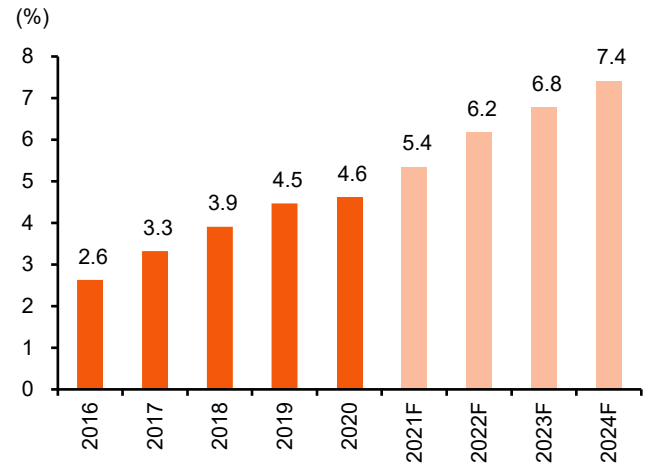
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 3: Sales Growth**



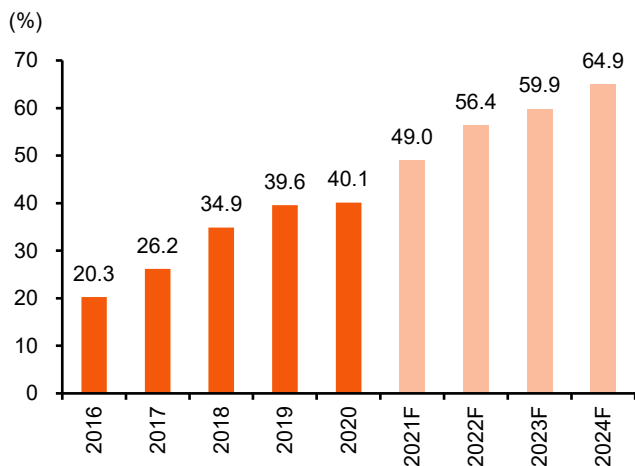
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 4: EBIT Margin Expansion**



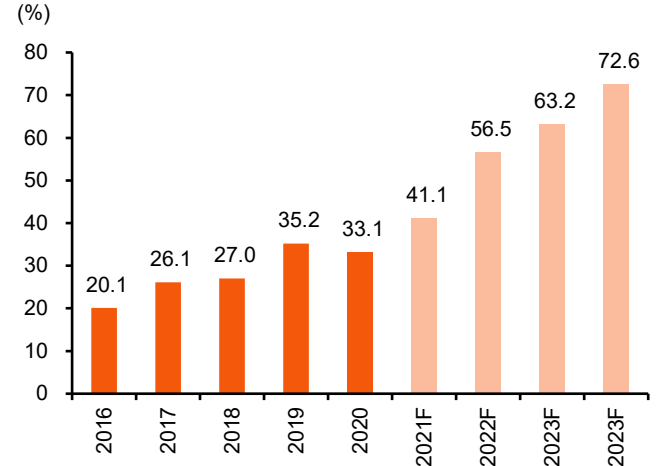
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 5: Rising ROE...**



Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 6: ...And ROIC**



Sources: Company data, Thanachart estimates

**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	3,497	4,292	5,339	6,379	7,268	8,237	9,269	10,399	11,663	13,045	14,559	—
Free cash flow	2,282	2,961	3,576	4,552	5,483	6,241	7,047	7,930	8,919	10,001	11,117	149,261
PV of free cash flow	2,276	2,501	2,775	3,245	3,529	3,678	3,802	3,918	4,034	4,142	4,055	54,442
Risk-free rate (%)	3.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	9.6											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	92,396											
Net debt (2021F)	192											
Minority interest	19											
Equity value	92,186											
# of shares	1,200											
<b>Target price/share (Bt)</b>	<b>77</b>											

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

## Ex 8: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div yield	
			21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Marks & Spencer Group	MKS LN	UK	na	17.7	10.5	8.9	1.5	1.5	5.8	5.6	1.0	4.6
J Sainsbury	SBRY LN	UK	99.2	5.9	13.2	12.4	0.9	0.9	8.2	8.1	3.9	4.1
Tesco	TSCO LN	UK	54.5	9.4	12.7	11.6	1.4	1.2	7.2	6.8	4.0	4.3
Carrefour SA	CA FP	France	9.2	13.2	11.7	10.3	1.3	1.2	5.9	5.5	3.3	3.7
Casino Guichard	CO FP	France	(1.5)	16.1	11.2	9.7	0.7	0.6	6.8	6.3	7.2	6.1
Aeon	8267 JP	Japan	na	34.8	88.1	65.4	2.6	2.6	8.8	8.2	1.2	1.2
Lotte Shopping	023530 KS	S. Korea	na	113.2	30.1	13.8	0.3	0.3	10.4	9.8	2.9	3.0
Shinsegae	004170 KS	S. Korea	na	20.4	10.9	9.1	0.7	0.7	8.8	8.3	0.7	0.7
Amore Pacific Group	002790 KS	S. Korea	na	30.5	32.3	24.8	1.7	1.6	6.7	6.0	0.5	0.6
Wal-Mart Stores	WMT US	USA	9.0	5.1	23.7	22.5	4.7	4.4	12.0	11.6	1.6	1.6
Home Depot Inc	HD US	USA	18.6	4.6	22.4	21.4	na	na	15.6	15.2	2.1	2.2
Berli Jucker *	BJC TB	Thailand	(0.5)	25.7	34.9	27.7	1.2	1.1	13.9	13.5	1.4	1.8
COM7 *	COM7 TB	Thailand	40.8	34.5	39.8	29.6	18.2	15.4	26.4	20.3	2.0	2.8
CP All*	CPALL TB	Thailand	(34.9)	70.9	55.5	32.4	5.3	4.8	15.9	13.6	0.9	1.5
Central Pattana *	CPN TB	Thailand	(7.1)	45.3	46.1	31.8	3.0	2.8	17.6	15.0	1.2	1.5
Central Retail Corp. Pcl *	CRC TB	Thailand	na	106.4	72.0	34.9	3.6	3.4	10.9	9.5	0.6	1.1
Siam Global House *	GLOBAL TB	Thailand	45.7	17.9	38.6	32.7	5.8	5.2	27.9	23.8	1.0	1.2
Home Product*	HMPRO TB	Thailand	12.7	15.9	31.2	27.0	8.2	7.6	17.3	15.4	2.6	3.0
Siam Makro *	MAKRO TB	Thailand	10.2	8.0	24.2	22.4	7.2	6.7	13.9	13.0	3.1	3.6
MC Group *	MC TB	Thailand	21.1	8.0	13.8	12.8	2.0	2.0	8.2	7.3	7.0	7.5
<b>Average</b>			<b>19.8</b>	<b>30.2</b>	<b>31.1</b>	<b>23.1</b>	<b>3.7</b>	<b>3.4</b>	<b>12.4</b>	<b>11.1</b>	<b>2.4</b>	<b>2.8</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: \* Thanachart estimates using normalized EPS growth

\*\* MC's fiscal year ends in June.

Based on 15-Jul-2021 closing prices

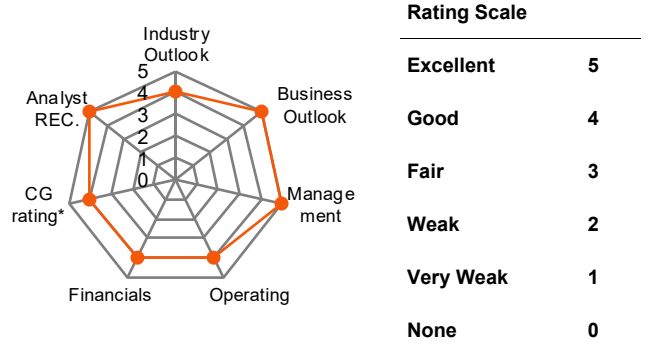
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท คอมเซเว่น จำกัด (มหาชน) ดำเนินธุรกิจร้านค้าปลีก ซึ่งนำเข้า คำปลีก และจัดจำหน่าย คอมพิวเตอร์และสินค้าเกี่ยวกับไอที ในประเทศไทย บริษัทฯ จำหน่ายผลิตภัณฑ์ เช่น สมาร์ทโฟน แท็บเล็ต, โน้ตบุ๊ก, และชุดคอมพิวเตอร์ นอกจากนี้ COM7 ยังจำหน่ายอุปกรณ์คอมพิวเตอร์ เช่น CPU ฮาร์ดไดรฟ์ และเครือข่ายและอุปกรณ์เสริม อีกด้วย

Source: Thanachart

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \* CG Rating

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

### S — Strength

- มีช่องทางการจัดจำหน่ายที่แข็งแกร่งทั่วประเทศ
- มีสินค้า และแบรนด์ที่หลากหลาย
- กระจายความเสี่ยงทางธุรกิจไปยังธุรกิจที่ให้อัตรากำไรสูงขึ้น
- มี leverage effect จากการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ได้ดีขึ้น
- เป็นผู้จัดจำหน่าย Apple รายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย

### O — Opportunity

- การย้ายจาก 4G ไปยัง 5G
- เศรษฐกิจที่ดีขึ้น
- การใช้ความเร็วและแบนด์วิธที่เพิ่มขึ้น
- การพัฒนาเทคโนโลยีใหม่

### W — Weakness

- ธุรกิจค้าปลีกให้อัตรากำไรต่ำ
- ความเสี่ยงจากความล้าสมัยของสต็อกสินค้า

### T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงในตลาดมือถือและสินค้าเกี่ยวกับ IT
- การเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วของเทคโนโลยี
- การแข่งขันที่สูงขึ้นจากผู้เล่นรายใหม่

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	79.28	77.00	-3%
Net profit 21F (Bt m)	2,081	2,041	-2%
Net profit 22F (Bt m)	2,654	2,746	3%
Consensus REC	BUY: 7	HOLD: 3	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรปี 2021-22F และราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด เรา ยังคงถือว่าประมาณการของเราและของตลาดนั้นเป็นระดับที่ระมัดระวัง เนื่องจากเรายังไม่รวมการเติบโตจากธุรกิจของ COM7

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การแข่งขันที่รุนแรงขึ้นในธุรกิจค้าปลีกที่มีอยู่ จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- เศรษฐกิจที่แย่กว่าคาด และความต้องการสินค้าเกี่ยวกับ IT ที่ลดลงจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	33,362	37,306	44,825	52,686	59,357
Cost of sales	28,946	32,596	39,176	45,874	51,551
<b>Gross profit</b>	<b>4,416</b>	<b>4,710</b>	<b>5,649</b>	<b>6,812</b>	<b>7,806</b>
% gross margin	13.2%	12.6%	12.6%	12.9%	13.2%
Selling & administration expenses	2,925	2,986	3,248	3,552	3,777
<b>Operating profit</b>	<b>1,491</b>	<b>1,724</b>	<b>2,401</b>	<b>3,260</b>	<b>4,029</b>
% operating margin	4.5%	4.6%	5.4%	6.2%	6.8%
Depreciation & amortization	200	630	689	738	789
<b>EBITDA</b>	<b>1,691</b>	<b>2,354</b>	<b>3,089</b>	<b>3,998</b>	<b>4,819</b>
% EBITDA margin	5.1%	6.3%	6.9%	7.6%	8.1%
Non-operating income	28	47	56	66	74
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(52)	(53)	(52)	(52)	(35)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>1,467</b>	<b>1,718</b>	<b>2,405</b>	<b>3,274</b>	<b>4,069</b>
Income tax	289	328	459	626	778
<b>After-tax profit</b>	<b>1,178</b>	<b>1,390</b>	<b>1,945</b>	<b>2,648</b>	<b>3,292</b>
% net margin	3.5%	3.7%	4.3%	5.0%	5.5%
Shares in affiliates' Earnings	39	64	100	102	104
Minority interests	1	(4)	(4)	(4)	(4)
Extraordinary items	(1)	41	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>1,216</b>	<b>1,491</b>	<b>2,041</b>	<b>2,746</b>	<b>3,392</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>1,217</b>	<b>1,449</b>	<b>2,041</b>	<b>2,746</b>	<b>3,392</b>
EPS (Bt)	1.0	1.2	1.7	2.3	2.8
Normalized EPS (Bt)	1.0	1.2	1.7	2.3	2.8

*Strong sales growth despite the COVID crisis*

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	7,217	5,861	6,614	7,829	8,270
Cash & cash equivalent	1,304	1,121	1,000	1,400	1,200
Account receivables	926	864	1,039	1,221	1,375
Inventories	4,819	3,664	4,404	5,031	5,513
Others	167	211	172	177	182
Investments & loans	513	675	837	999	1,161
Net fixed assets	645	506	493	467	425
Other assets	785	2,165	1,970	1,758	1,493
<b>Total assets</b>	<b>9,160</b>	<b>9,207</b>	<b>9,915</b>	<b>11,053</b>	<b>11,349</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	5,629	4,430	4,820	5,095	4,769
Account payables	3,349	2,464	2,962	3,531	3,968
Bank overdraft & ST loans	2,139	1,283	768	828	467
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	142	683	1,090	736	334
<b>Total LT debt</b>	<b>5</b>	<b>708</b>	<b>424</b>	<b>457</b>	<b>258</b>
Others LT liabilities	149	198	177	208	234
<b>Total liabilities</b>	<b>5,784</b>	<b>5,336</b>	<b>5,420</b>	<b>5,760</b>	<b>5,261</b>
Minority interest	2	19	23	23	27
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	300	300	300	300	300
Share premium	899	899	899	899	899
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	(15)	(15)	(15)	(15)
<b>Retained earnings</b>	<b>2,175</b>	<b>2,668</b>	<b>3,288</b>	<b>4,086</b>	<b>4,877</b>
Shareholders' equity	3,374	3,852	4,472	5,270	6,061
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>9,160</b>	<b>9,207</b>	<b>9,915</b>	<b>11,053</b>	<b>11,349</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
Earnings before tax	1,467	1,718	2,405	3,274	4,069
Tax paid	(266)	(276)	(450)	(581)	(757)
Depreciation & amortization	200	630	689	738	789
Chg In working capital	(567)	332	(416)	(240)	(199)
Chg In other CA & CL / minorities	1	492	492	(306)	(323)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>835</b>	<b>2,896</b>	<b>2,720</b>	<b>2,885</b>	<b>3,579</b>
Capex	(155)	(28)	(180)	(190)	(200)
Right of use	0	(1,718)	(100)	(100)	(100)
ST loans & investments	(53)	36	44	0	0
LT loans & investments	(161)	(162)	(162)	(162)	(162)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(60)	(46)	(223)	(179)	(156)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(429)</b>	<b>(1,917)</b>	<b>(621)</b>	<b>(631)</b>	<b>(618)</b>
Debt financing	452	(149)	(799)	93	(560)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(600)	(960)	(1,422)	(1,947)	(2,601)
Warrants & other surplus	(13)	(52)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(161)</b>	<b>(1,161)</b>	<b>(2,220)</b>	<b>(1,854)</b>	<b>(3,161)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>680</b>	<b>2,868</b>	<b>2,540</b>	<b>2,695</b>	<b>3,379</b>

**VALUATION**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
Normalized PE (x)	66.8	56.1	39.8	29.6	24.0
Normalized PE - at target price (x)	75.9	63.8	45.3	33.6	27.2
PE (x)	66.8	54.5	39.8	29.6	24.0
PE - at target price (x)	76.0	62.0	45.3	33.6	27.2
EV/EBITDA (x)	48.6	34.9	26.4	20.3	16.8
EV/EBITDA - at target price (x)	55.1	39.6	30.0	23.1	19.1
P/BV (x)	24.1	21.1	18.2	15.4	13.4
P/BV - at target price (x)	27.4	24.0	20.7	17.5	15.2
P/CFO (x)	97.4	28.1	29.9	28.2	22.7
Price/sales (x)	2.4	2.2	1.8	1.5	1.4
Dividend yield (%)	1.2	1.5	2.0	2.8	3.6
FCF Yield (%)	0.8	3.5	3.1	3.3	4.2
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	1.0	1.2	1.7	2.3	2.8
EPS	1.0	1.2	1.7	2.3	2.8
DPS	0.8	1.0	1.4	1.9	2.5
BV/share	2.8	3.2	3.7	4.4	5.1
CFO/share	0.7	2.4	2.3	2.4	3.0
FCF/share	0.6	2.4	2.1	2.2	2.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	19.5	11.8	20.2	17.5	12.7
Net profit (%)	36.5	22.6	36.9	34.5	23.5
EPS (%)	36.5	22.6	36.9	34.5	23.5
Normalized profit (%)	37.8	19.1	40.8	34.5	23.5
Normalized EPS (%)	37.8	19.1	40.8	34.5	23.5
Dividend payout ratio (%)	78.9	80.5	80.5	82.0	87.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	13.2	12.6	12.6	12.9	13.2
Operating margin (%)	4.5	4.6	5.4	6.2	6.8
EBITDA margin (%)	5.1	6.3	6.9	7.6	8.1
Net margin (%)	3.5	3.7	4.3	5.0	5.5
D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.5	0.3	0.2	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.2	0.0	(0.0)	(0.1)
Interest coverage - EBIT (x)	28.4	32.4	46.1	62.7	116.7
Interest coverage - EBITDA (x)	32.2	44.3	59.3	76.9	139.6
ROA - using norm profit (%)	14.5	15.8	21.3	26.2	30.3
ROE - using norm profit (%)	39.6	40.1	49.0	56.4	59.9
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	38.3	38.5	46.7	54.4	58.1
- asset turnover (x)	4.0	4.1	4.7	5.0	5.3
- operating margin (%)	4.6	4.7	5.5	6.3	6.9
- leverage (x)	2.7	2.5	2.3	2.2	2.0
- interest burden (%)	96.5	97.0	97.9	98.4	99.2
- tax burden (%)	80.3	80.9	80.9	80.9	80.9
WACC (%)	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8
ROIC (%)	35.2	33.1	41.1	56.5	63.2
NOPAT (Bt m)	1,198	1,395	1,942	2,637	3,259
invested capital (Bt m)	4,213	4,721	4,663	5,155	5,586

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประเมินราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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 82 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2107A, ADVA16C2110A, AEON16C2108A, AOT16C2109A, BAM16C2107A, BAM16C2110A, BANP16C2107A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BCH16C2111A, BCH16C2109A, BDMS16C2107A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BH16C2109A, CBG16C2108A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CHG16C2111A, COM716C2107A, COM716C2110A, CPAL16C2109A, CPF16C2107A, CPF16C2108A, CPN16C2109A, DELT16C2108A, DELT16C2109A, EA16C2107A, EA16C2108A, EA16C2110A, EGO16C2110A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GULF16C2107A, GUNK16C2108A, GUNK16C2110A, HANA16C2107A, IRPC16C2108A, IRPC16C2110A, IVL16C2107A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, JMT16C2110A, KBAN16C2111A, KBAN16C2107A, KBAN16C2108A, KBAN16C2109A, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, MINT16C2107A, MINT16C2109A, MTC16C2108A, MTC16C2109A, OR16C2107A, OR16C2108A, OR16C2109A, PRM16C2109A, PTG16C2107A, PTG16C2109A, PTT16C2109A, PTTG16C2108A, PTTG16C2110A, RBF16C2110A, RS16C2108A, RS16C2109A, S5016C2109C, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016P2109A, S5016P2109B, SAWA16C2107A, SCGP16C2107A, SCGP16C2109A, STA16C2107A, STEC16C2110A, TASC16C2107A, TASC16C2109A, TQM16C2108A, TU16C2110A (underlying securities are ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BCH, BDMS, BGRIM, BH, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, EA, EGO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTGC, RBF, RS, SET50, SAWAD, SCGP, STA, STEC, TASC, TQM, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทนชนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททนชนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททนชนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง 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 ทนชนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หมุ่ศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกัน ได้แก่ นางอศิณี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ 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 นิจารุณ, CFA  
Tel: 662-779-9199  
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พล้งงาน , บีโตร์เคมี, กระดาษ  
จักร เรื่องสิทธิสัญญา  
Tel: 662-779-9104  
chak.reu@thanachartsec.co.th

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

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ  
พัทธดนย์ บุนนาค  
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, บันเทิง  
รตา ลิมสุทธีวันภูมิ  
Tel: 662-483-8297  
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน  
สรัชดา ศรทรง  
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

กลยุทธ์การลงทุน  
อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA  
Tel: 662-779-9120  
adisak.phu@thanachartsec.co.th

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

วิเคราะห์ทางเทคนิค  
วิชานันท์ ธรรมบำรุง  
Tel: 662-779-9123  
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน  
เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล  
Tel: 662-483-8304  
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

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

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

## Data Support Team

---

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

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

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

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

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

สุจินตนา สดภาพร  
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