

BUY

Initiation

TP: Bt 15.00

Upside : 82.9%

22 JULY 2021

Nex Point (NEX TB)

เป็นเจ้าของแรก ๆ ที่เข้าสู่ตลาด EV

เราเริ่มการวิเคราะห์ NEX ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" โดยมอง NEX เป็นหุ้นในธุรกิจ EV โดยตรงที่กำลังจะเริ่มสร้างกำไรได้แล้ว ในฐานะที่เป็นผู้บุกเบิกตลาดเป็นรายแรก ๆ ราคา NEX จะยึดครองส่วนแบ่งตลาด E-bus ไว้ได้ก่อนมีคู่แข่งรายอื่น บนสมมติฐานการผลิตเต็มที่ในปี 2023F เราประเมิน PE อยู่ที่เพียง 7 เท่า และ ราคาเป้าหมาย DCF (ปี 2022F) ที่ 15 บาท



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 - 483 8296

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

เป็นผู้เล่นรายแรกในตลาดรถเมล์ไฟฟ้า

NEX เคยเป็นผู้นำเข้ารถโดยสารขนาดใหญ่ แต่กำลังเปลี่ยนธุรกิจมาเป็นผู้จำหน่ายรถเมล์ไฟฟ้า (E-bus) โดยบริษัทร่วมที่ถือหุ้นอยู่ 45% (Absolute Assembly, AAB) เป็นผู้ผลิต เราเริ่มบทวิเคราะห์ NEX ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมาย (อิง DCF ปี 2022F) 15 บาท เนื่องจาก 1) NEX เป็นหุ้นในธุรกิจ EV ที่นำลงทุนจากการผู้เล่นในตลาดรายแรก โดยจะเริ่มด้วยการผลิตรถเมล์ไฟฟ้า และสามารถทำกำไรได้ตั้งแต่ 2H21F จากการส่งมอบ E-bus 600 คัน 2) รัฐบาลไทยตั้งเป้าที่จะมี E-bus 18,000 คัน (จากรถโดยสารในประเทศ 150,000 คัน) ออกสู่ท้องถนนภายในปี 2025 ดังนั้น NEX ที่เป็นผู้ผลิต E-bus รายแรกของประเทศ (ผ่าน AAB) น่าจะพร้อมที่ชิงโอกาสนี้มาได้ 3) ด้วยสมมติฐานที่ระมัดระวังของเรา ราคา NEX จะมียอดขาย E-bus 1,500 คัน และ 2,500 คัน ในปี 2022-23F (14% และ 23% ของยอดขายรถโดยสารในประเทศในปี 2019) ซึ่งจะทำให้บริษัท มีกำไรเติบโตเป็น 2.1 พันลบ. ในปี 2023F หรือเทียบเป็น PE เพียง 7 เท่า

ปัจจัยหนุนยอดขาย E-Bus

ปัจจุบันประเทศไทยมีจำนวนรถโดยสารจดทะเบียนมากกว่า 150,000 คัน โดยราว 70,000 คัน เป็นรถโดยสารสาธารณะ และที่เหลือเป็นรถทัวร์และรถของภาคธุรกิจ ยอดขายรถโดยสารในประเทศต่อปีอยู่ที่กว่า 10,000 คัน ในช่วงก่อนโควิด บนมุมมองของเราที่ว่า 1) รัฐบาลตั้งเป้ามีย E-bus 18,000 คันภายในปี 2025 2) AAB เป็นผู้ผลิต E-bus รายแรกในประเทศไทย โดยจะเริ่มผลิตในช่วงปลาย 3Q21F 3) มีภษานำเข้ารถโดยสารอยู่ที่ 40% 4) NEX เคยขายรถโดยสารได้ปีละ 1,000 คันก่อนมาทำธุรกิจ E-bus และ 5) ราคาการซื้อรถโดยสารจากภาคการบริการท่องเที่ยวจะยังอ่อนแอไปอีกหลายปี เราคาดว่า NEX จะขาย E-bus ได้ 600/1,500/2,500 คันในช่วงปี 2021-23F และมีกำไร 181 ลบ. ในปี 2021F, เพิ่มขึ้นเป็น 841 ลบ. (PE 20 เท่า) ในปี 2022F และ 2.1 พันลบ. (PE 8 เท่า) ในปี 2023F

เห็นความสามารถการทำกำไรชัดเจน

เราเข้าเยี่ยมชมโรงงาน E-bus ของ AAB เมื่อสัปดาห์ที่ผ่านมา พบว่าการก่อสร้างแล้วเสร็จไปแล้ว 70% และกำหนดจะเริ่มการผลิตได้เดือนกันยายน โดยมีกำลังการผลิต E-bus 3,000 คันต่อปี และมี E-bus จำนวน 120 คันพร้อมส่งมอบใน 3Q21F และราคาจะมียอดขายอีก 480 คัน ใน 4Q21F NEX จะรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม (AAB) ในฐานะผู้ผลิต ได้กำไรจากการขายรถในฐานะผู้จัดจำหน่าย และมีรายได้จากให้บริการหลังการขาย แม้ราคา AAB จะยังมีผลขาดทุนเล็กน้อยในปีแรกของการดำเนินงาน แต่สุดท้ายแล้ว NEX จะมีกำไรในปีนี้ จากส่วนต่างกำไรในฐานะผู้จัดจำหน่าย

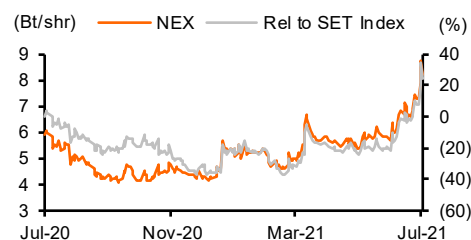
ผู้เล่น EV หน้าใหม่ แต่มีประสบการณ์ในตลาดรถโดยสาร

NEX มีผู้ถือหุ้นใหญ่ 2 ราย คือ บมจ.พลังงานบริสุทธิ์ (EA) ซึ่งเป็นเจ้าของเทคโนโลยีแบตเตอรี่และระบบส่งกำลังสำหรับ E-bus ถือหุ้นอยู่ 40% และคุณณิศร์ ศรีวัชรประภา ซึ่งเคยดำเนินธุรกิจนำเข้ารถโดยสารจากจีนและให้บริการซ่อมบำรุงมากกว่า 10 ปี โดยมีฐานลูกค้าอยู่ราว 1,000 คันต่อปี ถือหุ้นอยู่ 19% เราคาดว่ากำไรปี 2023F ของ NEX จะมาจากการขาย E-bus 47%, จาก AAB 45% และ จากบริการซ่อมบำรุงอีก 8%

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	1,404	5,063	11,834	19,252
Net profit	(200)	181	841	2,107
Consensus NP	—	501	1,463	2,093
Diff frm cons (%)	—	(63.9)	(42.5)	0.7
Norm profit	(123)	181	841	2,107
Prev. Norm profit	—	181	841	2,107
Chg frm prev (%)	—	0.0	0.0	0.0
Norm EPS (Bt)	(0.1)	0.1	0.4	1.1
Norm EPS grw (%)	na	na	364.5	150.5
Norm PE (x)	na	85.9	18.5	7.4
EV/EBITDA (x)	na	39.8	14.7	8.1
P/BV (x)	5.3	4.7	4.0	2.9
Div yield (%)	0.0	0.6	2.7	6.8
ROE (%)	na	5.8	23.3	45.9
Net D/E (%)	(44.5)	(19.9)	(21.2)	(35.0)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 22-Jul-21 (Bt)	8.20
Market Cap (US\$ m)	417.7
Listed Shares (m shares)	1,674.5
Free Float (%)	34.6
Avg Daily Turnover (US\$ m)	3.3
12M Price H/L (Bt)	8.70/4.08
Sector	Electronics
Major Shareholder	EA Mobility Holding 40%

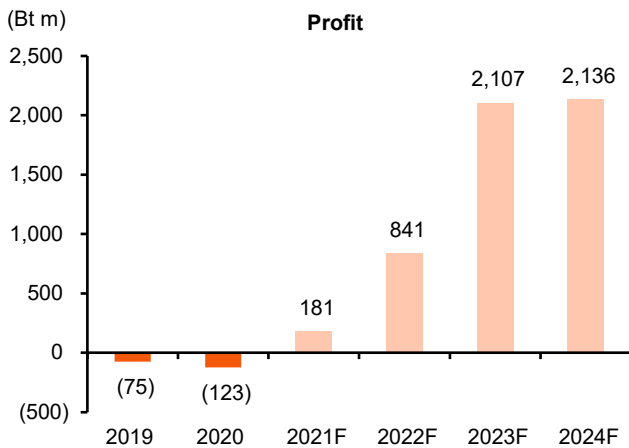
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไม่เข้าข่าย ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

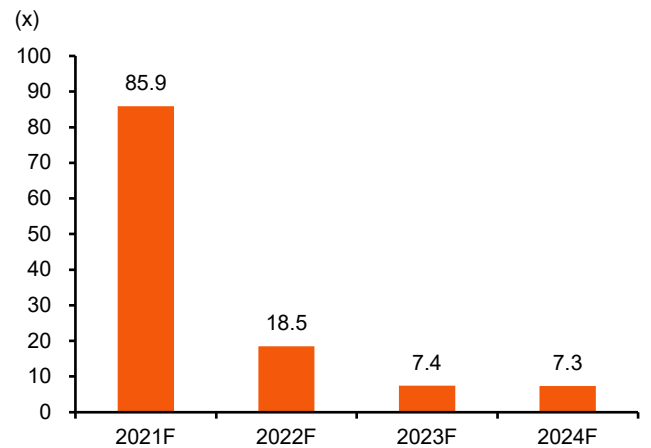


Ex 1: A Growth Stock ...



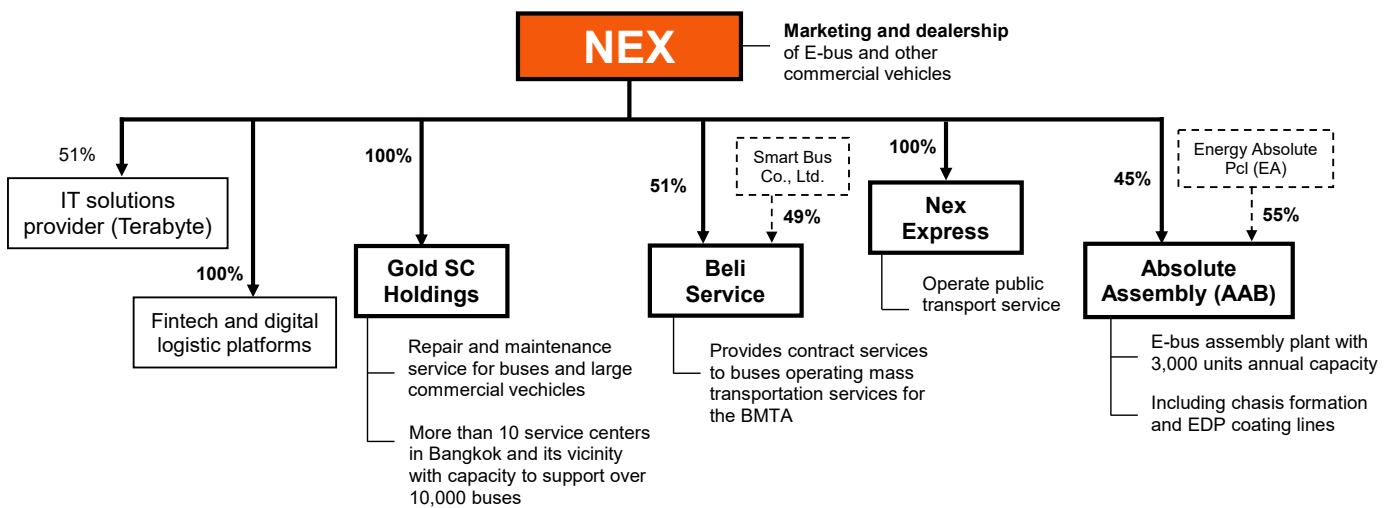
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: ... At An Inexpensive PE Valuation, In Our View



Source: Thanachart estimates

Ex 3: NEX's Business Structure



Source: Company data

Ex 4: NEX's Legacy Business Of Bus Imports From China



Sources: Company data

Ex 5: A Decade's Experience In Bus Maintenance Services



Sources: Company data

Ex 6: AAB's E-Bus Manufacturing Plant



Source: Company data

Ex 7: AAB's E-Bus Prototype On A Road Test



Source: Company data

Ex 8: Various E-Bus Models To Be Produced By AAB



Source: Company data

Ex 9: NEX's Electric Truck Design



Source: Company data

Ex 10: Electric Pick-Up For Local Courier Services



Source: Company data

Ex 11: Electric Garbage Truck For Municipal Services



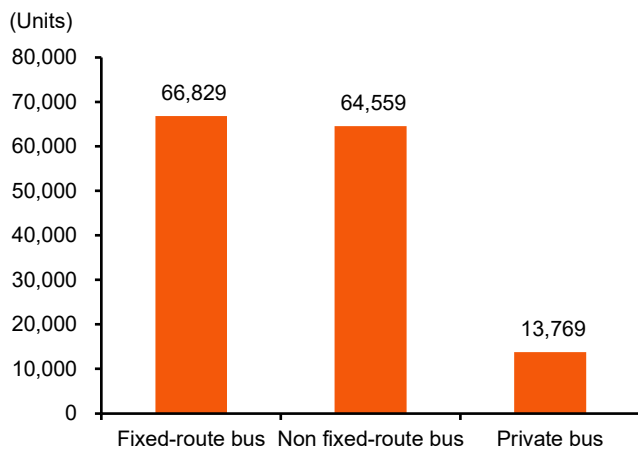
Source: Company data

Ex 12: Special-Purpose E-Vehicle For Mining Industry



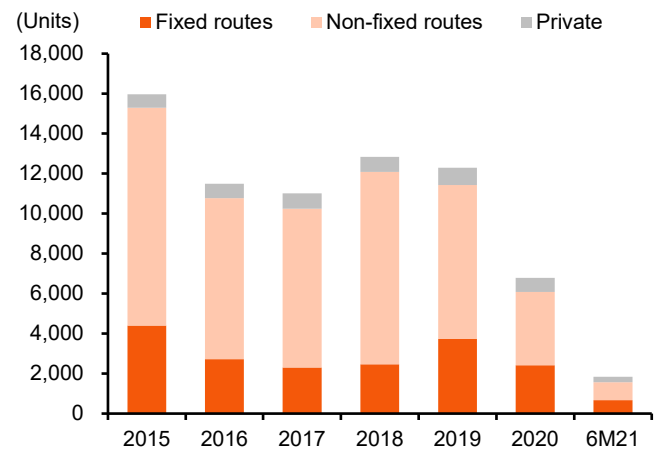
Source: Company data

Ex 13: Registered Buses in Thailand As Of June 2021



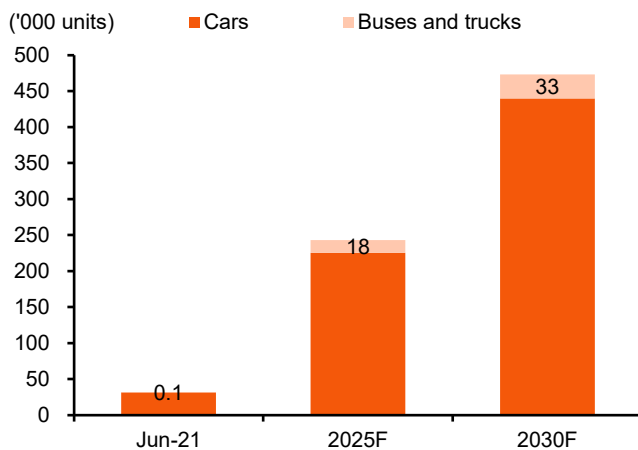
Source: Department of Land Transport

Ex 14: Historical New Bus Registration Numbers



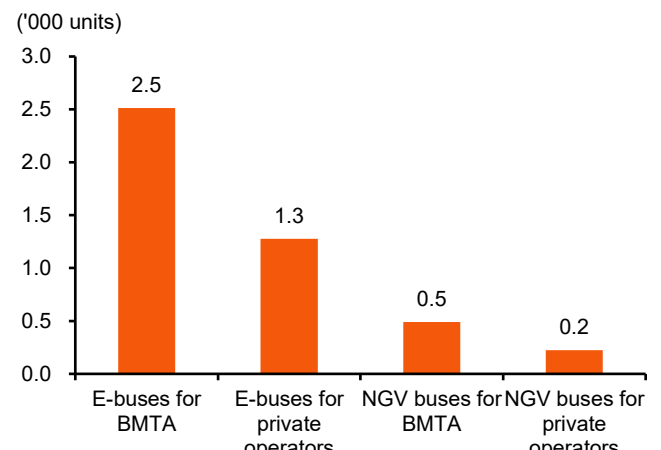
Source: Department of Land Transport

Ex 15: Thailand's EV Roadmap



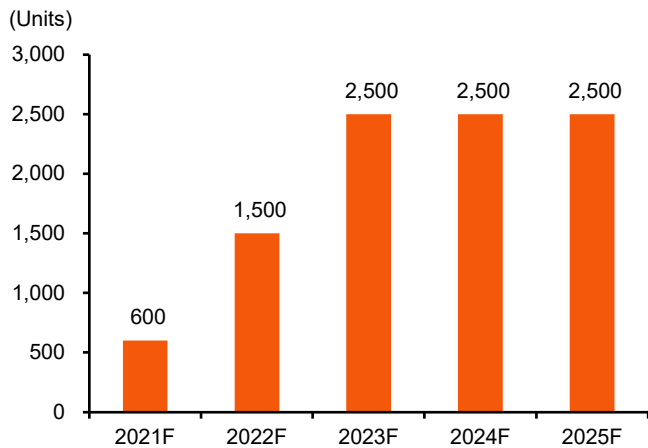
Source: Ministry of Energy

Ex 16: Demand For New Buses For BMTA Services



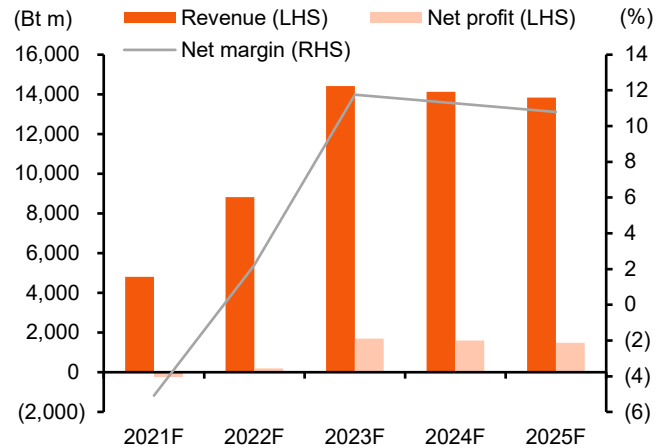
Sources: BMTA's rehabilitation plan (April 2020), Thanachart estimates

Ex 17: AAB's Production



Source: Thanachart estimates

Ex 18: AAB's Revenue And Profit



Source: Thanachart estimates

Ex 19: E-Buses More Competitive Than NGV Buses

	Unit price (Bt m)	Power cost (Bt/km)	Total cost (Bt m)
NGV bus	4.0	10.0	12.8
E-bus	7.0	2.5	9.2
Difference (%)	75.0	(75.0)	(28.0)

Sources: BMTA, Company data, Thanachart estimates

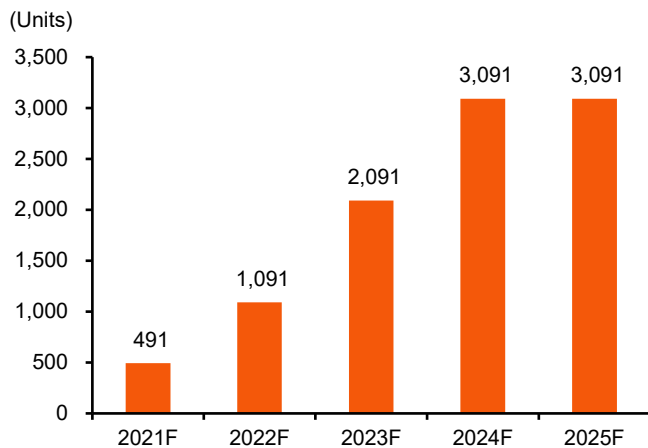
Note: Calculate based on usage of 240km/day for 10 years in buses operating for BMTA's public transport service

Ex 20: Electric Vs. Diesel Pickup Trucks

	Diesel	Electric
Unit price (Bt m)	1.0	2.0
Power consumption per km	0.07 L	0.14 kWh
Cost per power unit (Bt)	29.0	3.0
Range (km)	1,200	300
Power refill time (minutes)	10	60
	(at fuel station)	(at loading cargo)

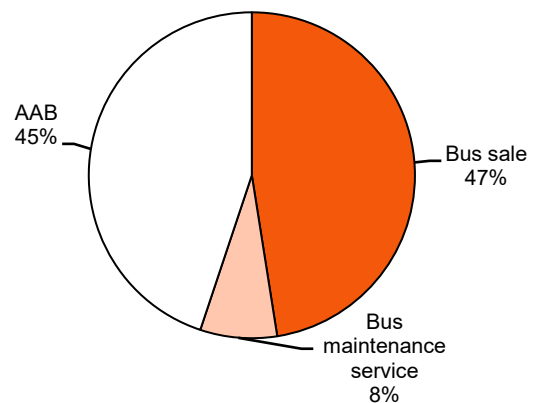
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 21: Buses Under Maintenance Contracts



Source: Thanachart estimates

Ex 22: Earnings Breakdown In 2023F



Source: Thanachart estimates

Ex 23: DCF-derived SOTP-based 12-month TP Calculation Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	998	1,678	1,784	1,893	1,889	1,842	1,793	1,742	1,690	1,663	1,634	—
Free cash flow	66	1,380	2,130	2,153	2,122	2,048	1,946	1,844	1,850	1,883	1,846	26,015
PV of free cash flow	61	1,178	1,678	1,567	1,395	1,238	1,081	942	870	814	698	9,838
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	8.3											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value	21,361											
Net debt (end-2021F)	(700)											
Minority interest	204											
Equity value	21,856											
# of shares (m) *	1,897											
Equity value/share (Bt)	11.52											

Plus associates	Value per share
Associates and affiliates	
- Absolute Assembly	3.51
Subtotal	3.51
Total	15.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * We use fully diluted shares which assume all of its warrants (NEX-W2) are exercised.

Valuation Comparison

Ex 24: 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 (%)	22F (%)	21F (%)	22F (%)
BYD Co Ltd	1211 HK	China	15.1	40.1	132.3	94.4	8.7	7.9	32.4	27.5	0.1	0.1
DongFeng Automobile	600006 CH	China	12.0	35.5	27.1	20.0	2.0	1.9	29.6	33.5	na	na
Yutong Bus Co Ltd	600066 CH	China	194.4	47.1	19.9	13.5	1.7	1.7	11.9	8.4	3.9	5.6
Proterra Inc	PTRA US	USA	na	(65.6)	(19.2)	(55.7)	na	na	na	na	0.0	0.0
Construcciones y Auxiliar	CAF SM	Spain	773.8	27.9	15.5	12.1	1.8	1.6	6.2	5.5	2.6	3.1
Hino Motors Ltd	7205 JP	Japan	27.1	(307.8)	(54.6)	26.3	1.0	0.9	12.4	6.8	1.1	1.5
AAPICO Hitech	AH TB	Thailand	463.2	27.5	9.3	7.3	1.0	0.9	8.9	9.4	3.5	4.5
PCS Machine Group	PCSGH TB	Thailand	128.9	21.1	14.5	12.0	1.7	1.6	6.8	6.1	4.5	5.8
NEX Point *	NEX TB	Thailand	na	364.5	85.9	18.5	4.7	4.0	39.8	14.7	0.6	2.7
Somboon Advance Tech *	SAT TB	Thailand	138.2	21.9	10.4	8.5	1.2	1.1	4.9	3.8	5.8	7.1
Thai Stanley Electric *	STANLY TB	Thailand	(47.6)	29.6	12.0	9.3	0.7	0.6	3.1	2.4	3.4	3.4
Average			189.5	22.0	23.0	15.1	2.4	2.2	15.6	11.8	2.6	3.4

Source: Bloomberg

Note: *Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 22-Jun-2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เน็กซ์ พอยท์ จำกัด (มหาชน) (NEX) ดำเนินธุรกิจบริการเกี่ยวกับรถโดยสาร อยู่บนพื้นฐานของหน่วยธุรกิจหลักคือโรงงานประกอบรถโดยสารภายใต้การลงทุนในสัดส่วน 45% ในบริษัท แอ็บโซลูท แอสเซมบลี จำกัด (AAB) กับพันธมิตรสำคัญรายใหญ่ บทบาทหลักของ NEX คือเป็นผู้จัดจำหน่ายหลักสำหรับรถโดยสารไฟฟ้า และรถยนต์ไฟฟ้าเชิงพาณิชย์อื่นๆ ที่จะผลิตจาก AAB และให้บริการซ่อมแซมและบำรุงรักษาในระยะยาว NEX กำลังขยายธุรกิจไปเป็นผู้ให้บริการขนส่งสาธารณะโดยใช้ยานพาหนะไฟฟ้า

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีความรู้และประสบการณ์ที่แข็งแกร่งในตลาดรถโดยสารของไทย เนื่องจากดำเนินธุรกิจที่เกี่ยวข้องเนื่องมาหลายสิบปี
- มีความสัมพันธ์อันแน่นแฟ้นกับลูกค้า โดยเฉพาะกับผู้ประกอบการรถโดยสารท่องเที่ยวและรถโดยสารสาธารณะ

O — Opportunity

- การใช้ E-bus และรถยนต์ไฟฟ้าเชิงพาณิชย์อื่นๆ ที่จะเพิ่มขึ้นอย่างมากในประเทศไทย ในขณะที่ยังไม่มีคู่แข่งรายใหญ่ในอุตสาหกรรม
- การส่งออก E-bus และรถยนต์ไฟฟ้าเชิงพาณิชย์อื่นๆ ไปยังประเทศเพื่อนบ้าน โดยใช้ประโยชน์จากข้อตกลงการค้าเสรี (FTA) ระหว่างประเทศอาเซียน

CONSENSUS COMPARISON

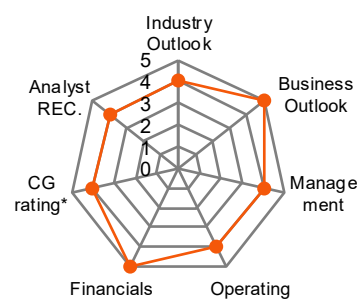
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	12.00	15.00	25%
Net profit 21F (Bt m)	501	181	-64%
Net profit 22F (Bt m)	1,463	841	-43%
Consensus REC	BUY: 1	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราเป็นหนึ่งในเพียงสองโบรกเกอร์ที่ทาบวิเคราะห์หุ้น NEX
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่า ซึ่งน่าจะเป็นเพราะเราใช้สมมติฐานยอดขาย E-bus สูงกว่าในระยะยาว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; * CG rating

W — Weakness

- พึ่งพาเทคโนโลยีจากพันธมิตรในการพัฒนายานพาหนะไฟฟ้า
- การให้บริการทั้งหมดเชื่อมโยงกับความสามารถของโรงงานประกอบรถโดยสารร่วมทุนในการผลิต และส่งมอบยานพาหนะไฟฟ้าให้กับลูกค้า

T — Threat

- การนำเข้ารถโดยสารไฟฟ้าต้นทุนต่ำจากจีน
- การมีผู้เล่นใหม่ในประเทศ เมื่อเทคโนโลยียานยนต์ไฟฟ้ากลายเป็นกระแสหลัก

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความต้องการ E-bus ในประเทศที่ต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้เป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อประมาณการกำไร และ valuation ของเรา
- การสนับสนุนในเชิงรุกน้อยลงจากนโยบายของรัฐบาลเกี่ยวกับรถยนต์ไฟฟ้าเป็นอีกหนึ่งความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อตัวเลขของเรา
- การยกเว้นภาษีนำเข้าสำหรับรถโดยสารไฟฟ้าจากจีน หรือประเทศอื่นๆ อาจส่งผลให้เกิดความเสี่ยงด้านลบต่อคาดการณ์ของเรา
- ความล่าช้าของการก่อสร้างโรงงานหรือสาเหตุใดๆ ที่ส่งผลให้การส่งมอบรถล่าช้า เป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการของเราเช่นกัน

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Ramping up revenues from E-bus sales and maintenance services

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	783	1,404	5,063	11,834	19,252
Cost of sales	669	1,231	4,289	10,144	16,552
Gross profit	115	173	774	1,690	2,700
% gross margin	14.6%	12.3%	15.3%	14.3%	14.0%
Selling & administration expenses	180	282	502	834	1,183
Operating profit	(66)	(110)	272	856	1,517
% operating margin	-8.4%	-7.8%	5.4%	7.2%	7.9%
Depreciation & amortization	25	63	101	141	161
EBITDA	(41)	(47)	373	998	1,678
% EBITDA margin	-5.2%	-3.3%	7.4%	8.4%	8.7%
Non-operating income	15	17	17	18	18
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(10)	(16)	(40)	(72)	(63)
Pre-tax profit	(60)	(109)	250	802	1,473
Income tax	15	8	50	160	295
After-tax profit	(75)	(117)	200	642	1,178
% net margin	-9.6%	-8.3%	3.9%	5.4%	6.1%
Shares in affiliates' Earnings	0	(6)	(19)	199	929
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	(66)	(77)	0	0	0
NET PROFIT	(141)	(200)	181	841	2,107
Normalized profit	(75)	(123)	181	841	2,107
EPS (Bt)	(0.1)	(0.1)	0.1	0.4	1.1
Normalized EPS (Bt)	(0.0)	(0.1)	0.1	0.4	1.1

BALANCE SHEET

Credit terms with vendors used as the main source for E-bus inventory

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	420	1,871	3,459	5,746	8,217
Cash & cash equivalent	86	1,410	1,500	2,000	2,500
Account receivables	123	129	624	1,459	2,373
Inventories	18	124	588	1,390	2,267
Others	192	207	748	897	1,076
Investments & loans	0	476	476	476	476
Net fixed assets	187	536	935	1,093	1,132
Other assets	321	735	879	1,147	1,441
Total assets	929	3,617	5,750	8,462	11,266
LIABILITIES:					
Current liabilities:	237	285	1,624	3,260	4,382
Account payables	98	150	705	1,668	2,721
Bank overdraft & ST loans	50	0	400	563	291
Current LT debt	25	0	200	282	146
Others current liabilities	65	135	318	747	1,224
Total LT debt	42	0	200	282	146
Others LT liabilities	84	167	402	811	1,259
Total liabilities	363	452	2,225	4,353	5,787
Minority interest	79	204	204	204	204
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	464	1,674	1,897	1,897	1,897
Share premium	68	1,543	1,543	1,543	1,543
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
Retained earnings	(41)	(251)	(115)	470	1,840
Shareholders' equity	486	2,961	3,320	3,906	5,276
Liabilities & equity	929	3,617	5,750	8,462	11,266

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	(60)	(109)	250	802	1,473
Tax paid	(15)	(8)	(50)	(160)	(295)
Depreciation & amortization	25	63	101	141	161
Chg In working capital	(4)	(59)	(404)	(674)	(739)
Chg In other CA & CL / minorities	(154)	174	(375)	478	1,226
Cash flow from operations	(208)	62	(479)	588	1,826
Capex	(66)	(411)	(500)	(300)	(200)
Right of use	0	(96)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	(476)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	52	(313)	90	141	155
Cash flow from investments	(14)	(1,296)	(410)	(159)	(45)
Debt financing	2	(117)	800	327	(544)
Capital increase	230	2,685	223	0	0
Dividends paid	0	0	(45)	(256)	(737)
Warrants & other surplus	(18)	(9)	0	0	0
Cash flow from financing	214	2,559	978	71	(1,281)
Free cash flow	(274)	(350)	(979)	288	1,626

Low capex going forward as its bus assembly plant is nearing completion

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	na	na	85.9	18.5	7.4
Normalized PE - at target price (x)	na	na	157.2	33.8	13.5
PE (x)	na	na	85.9	18.5	7.4
PE - at target price (x)	na	na	157.2	33.8	13.5
EV/EBITDA (x)	na	na	39.8	14.7	8.1
EV/EBITDA - at target price (x)	na	na	74.4	27.7	15.8
P/BV (x)	32.0	5.3	4.7	4.0	2.9
P/BV - at target price (x)	58.5	9.6	8.6	7.3	5.4
P/CFO (x)	(74.8)	252.9	(32.5)	26.5	8.5
Price/sales (x)	17.5	9.8	2.7	1.2	0.7
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.6	2.7	6.8
FCF Yield (%)	(1.8)	(2.2)	(6.3)	1.8	10.5
(Bt)					
Normalized EPS	(0.0)	(0.1)	0.1	0.4	1.1
EPS	(0.1)	(0.1)	0.1	0.4	1.1
DPS	0.0	0.0	0.0	0.2	0.6
BV/share	0.3	1.6	1.7	2.1	2.8
CFO/share	(0.1)	0.0	(0.3)	0.3	1.0
FCF/share	(0.1)	(0.2)	(0.5)	0.2	0.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	19.5	79.2	260.6	133.7	62.7
Net profit (%)	na	na	na	364.5	150.5
EPS (%)	na	na	na	364.5	150.5
Normalized profit (%)	na	na	na	364.5	150.5
Normalized EPS (%)	na	na	na	364.5	150.5
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	14.6	12.3	15.3	14.3	14.0
Operating margin (%)	(8.4)	(7.8)	5.4	7.2	7.9
EBITDA margin (%)	(5.2)	(3.3)	7.4	8.4	8.7
Net margin (%)	(9.6)	(8.3)	3.9	5.4	6.1
D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.0	0.2	0.3	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	0.1	(0.4)	(0.2)	(0.2)	(0.3)
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	6.8	11.9	24.0
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	9.3	13.9	26.5
ROA - using norm profit (%)	na	na	3.9	11.8	21.4
ROE - using norm profit (%)	na	na	5.8	23.3	45.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	6.4	17.8	25.7
- asset turnover (x)	0.9	0.6	1.1	1.7	2.0
- operating margin (%)	na	na	5.7	7.4	8.0
- leverage (x)	1.9	1.3	1.5	2.0	2.1
- interest burden (%)	119.2	117.1	86.2	91.8	95.9
- tax burden (%)	na	na	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
ROIC (%)	(15.1)	(21.2)	14.0	26.1	40.0
NOPAT (Bt m)	(66)	(110)	218	685	1,214
invested capital (Bt m)	517	1,551	2,621	3,033	3,359

Sources: Company data, Thanachart estimates

*High profitability business
as a fully-integrated bus
service provider*

General Disclaimers And Disclosures:

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.

This report is prepared by analysts who are employed by the research department of TNS. While the information is from sources believed to be reliable, neither the information nor the forecasts shall be taken as a representation or warranty for which TNS or TCAP or its group companies or any of their employees incur any responsibility. This report is provided to you for informational purposes only and it is not, and is not to be construed as, an offer or an invitation to make an offer to sell or buy any securities. Neither TNS, TCAP nor its group companies accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents.

The information and opinions contained herein have been compiled or arrived at from sources believed reliable. However, TNS, TCAP and its group companies make no representation or warranty, express or implied, as to their accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. The use of any information, forecasts and opinions contained in this report shall be at the sole discretion and risk of the user.

TNS, TCAP and its group companies perform and seek to perform business with companies covered in this report. TNS, TCAP, its group companies, their employees and directors may have positions and financial interest in securities mentioned in this report. TNS, TCAP or its group companies may from time to time perform investment banking or other services for, or solicit investment banking or other business from, any entity mentioned in this report. Therefore, investors should be aware of conflict of interest that may affect the objectivity of this report.

Note: Thanachart Securities Public Company Limited act as a Market Maker and Derivative Warrants Issuer. At present, TNS has issued 91 Derivative Warrants which are ACE16C2111A, ADVA16C2107A, ADVA16C2110A, AEON16C2108A, AOT16C2109A, BAM16C2107A, BAM16C2110A, BANP16C2107A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BCH16C2111B, BCH16C2111A, BCH16C2109A, BCPG16C2111A, BDMS16C2107A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BH16C2109A, CBG16C2108A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CHG16C2111A, COM716C2107A, COM716C2110A, CPAL16C2111A, CPAL16C2109A, CPF16C2107A, CPF16C2108A, CPN16C2109A, DELT16C2108A, DELT16C2109A, EA16C2107A, EA16C2108A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, 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, PTTG16C2111A, PTTG16C2108A, PTTG16C2110A, RBF16C2110A, RS16C2108A, RS16C2109A, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016P2112A, S5016C2109C, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016P2109A, S5016P2109B, SAWA16C2107A, SCGP16C2107A, SCGP16C2109A, STA16C2107A, STEC16C2110A, TASC16C2107A, TASC16C2109A, TQM16C2108A, TU16C2111A, TU16C2110A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRIM, BH, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, EA, EGCO, 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, TASCO, TQM, TU). Since TNS covers those underlying securities in research report, consequently TNS incurs conflicts of interest. Moreover, Investors are advised to carefully review the details and information in the prospectus before making investment decisions.

Note: Thanachart Securities has an indirect financial interest in Ratchthani Leasing Pcl (THANI). Thanachart Securities Pcl is a subsidiary of Thanachart Capital Pcl (TCAP) which holds more than 56% of the shareholding in Ratchthani Leasing Pcl (THANI).

Note: Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP), TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB), are related companies to Thanachart Securities Public Company Limited (TNS). Thanachart Securities Pcl is a subsidiary of Thanachart Capital Pcl (TCAP) which holds 20.1% of the shareholding in TMBThanachart Bank Pcl.

Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP), Ratchthani Leasing Public Company Limited (THANI), TMB Public Company Limited, MBK PUBLIC COMPANY LIMITED (MBK) and PATUM RICE MILL AND GRANARY PUBLIC COMPANY LIMITED (PRG) are related companies to Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) . Since TNS covers those securities in research report, consequently TNS incurs conflicts of interest.

Disclosure of Interest of Thanachart Securities

Investment Banking Relationship

Within the preceding 12 months, Thanachart Securities has lead-managed public offerings and/or secondary offerings (excluding straight bonds) of the securities of the following companies: Saksiam Leasing Pcl. (SAK TB), SCG Packaging Pcl (SCGP TB)

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.

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

Pimpaka Nichgaroon, CFA

Head of Research

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Pattarawan Wangmingmat

Senior Technical Analyst

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

Phannarai Tiyapittayarut

Property, Retail

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

Sarachada Sornsong

Bank, Finance, Insurance

Tel: 662-779-9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

Sittichet Rungrassameephat

Analyst, Quantitative

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

Adisak Phupiphathirungul, CFA

Retail Market Strategy

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

Nuttapop Prasitsuksant

Telecom, Utilities

Tel: 662-483-8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

Rata Limsuthiwanpoom

Auto, Industrial Estate, Media, Prop. Fund

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

Siriporn Arunothai

Small Cap, Healthcare, Hotel

Tel: 662-779-9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

Thaloengsak Kucharoenpaisan

Analyst, Retail Market

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

Chak Reungsinpinya

Energy, Petrochemical, Paper

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

Pattadol Bunnak

Electronics, Food & Beverage, Shipping

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

Saksid Phadthananarak

Construction, Transportation

Tel: 662-779-9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

Witchanan Tambamroong

Technical Analyst

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th