SELL (Unchanged) | **TP: Bt 2.70** (Unchanged) | **9 JULY 2021**

Change in Numbers | **Downside : 11.2%**

True Corporation Pcl (TRUE TB)

แนวโน้มการดำเนินงานยังอ่อนแอ

NUTTAPOP PRASITSUKSANT
662 – 483 8296
nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

เรายังคงคำแนะนำ “ขาย” TRUE โดยคงราคาเป้าหมายไว้ที่ 2.7 บาท เราคาดกระแสเงินสดจากการดำเนินงานจะติดลบไปถึงปี 2023F เนื่องจากธุรกิจการให้บริการโทรคมนาคมน่ามีแรงกดดันต่อเนื่องจากการบริโภคในประเทศที่อ่อนแอและการท่องเที่ยวที่ยังไม่ฟื้นตัว เราเลือก ADVANC เป็นหุ้นที่เราชอบที่สุดในกลุ่มฯ

ยังไม่น่าลงทุน

เรามองว่า TRUE ยังไม่น่าสนใจที่จะเข้าลงทุน เนื่องจากเราคาดแนวโน้มการดำเนินงานจะยังอ่อนแอไปอีกหลายปี 1) เราคาดว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานจะยังติดลบไปถึง 2023F เนื่องจากการเติบโตของรายได้ชะลอตัวลง ในขณะที่หนี้สินสะสมเพิ่มขึ้น 2) สามารถช่วงชิงส่วนแบ่งตลาดได้น้อยลง ในสภาวะที่ผู้ให้บริการทั้งสามรายมีความสามารถในการแข่งขันทัดเทียมกันมากขึ้น ทั้งในแง่ความครอบคลุมเครือข่ายและคุณภาพการให้บริการ 3) เรามองว่า TRUE นั้นแพง โดยมีมูลค่าพื้นฐาน 6 เท่า EV/EBITDA ในปี 2022F ใกล้เคียงกับ ADVANC (“ซื้อ”) ซึ่งมีผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินแข็งแกร่งกว่ามาก เราจึงยังแนะนำ “ขาย” TRUE และเลือก ADVANC ซึ่งให้อัตราผลตอบแทนที่ 4% เป็น Top Pick ของกลุ่มโทรคมนาคม ราคาเป้าหมายของเราคงเดิมที่ 2.7 บาท แม้ปรับมาใช้ปีฐาน 2022F เนื่องจากเราคาดว่า TRUE จะมีการเติบโตที่ชะลอตัวลง

ระดับหนี้สินยังเพิ่มต่อเนื่อง

เราคาดว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานและกำไรของ TRUE จะยังเป็นลบไปจนถึงปี 2023F (Exhibit 1-2) ทั้งนี้แม้จะมีการลดต้นทุนในเชิงรุกและค่าใช้จ่ายลงทุนได้ผ่านจุดสูงสุดไปแล้วก็ตาม เนื่องจากเราเชื่อว่าการบริโภคภายในประเทศจะยังอ่อนแอ ในขณะที่การฟื้นตัวของการท่องเที่ยว (3-4% ของรายได้กลุ่มฯ) ก็ยังต้องใช้เวลาดัง ดังนั้นเมื่อรวมกับการเพิ่มส่วนแบ่งตลาดได้ช้าลง เราจึงคาดรายได้ของ TRUE จะเติบโตเหลือเพียง 2% ต่อปี ในช่วงปี 2021-23F (จาก 8% ในช่วงปี 2017-19) และ EBITDA เติบโต 6% ต่อปี (จาก 10% ต่อปี) เราคาดกระแสเงินสดที่ติดลบต่อเนื่องนี้จะส่งผลให้หนี้สินรวมเพิ่มเป็น 2.75 แสนลบ. ในปี 2021F และ 3.02 แสนลบ. ในปี 2023F (จาก 2.24 แสนลบ. ในปี 2020) และอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนจะแตะจุดสูงสุดที่ 4.2 เท่า ในปี 2024F (2.3 เท่า ในปี 2020)

เพิ่มส่วนแบ่งทางการตลาดได้ช้าลง

การเพิ่มขึ้นของส่วนแบ่งทางการตลาดของ TRUE ชะลอตัวจาก 1.5% ต่อปี ในช่วงปี 2016-19 เป็นคงตัวในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา เราใช้สมมติฐานว่า TRUE มีส่วนแบ่งการตลาดเพิ่มปีละ 0.5pp ในช่วงปี 2021-23F เป็น 33% (จาก 31.4% ในปี 2020) เนื่องจากเรามองว่าคุณภาพและความครอบคลุมเครือข่ายของผู้ให้บริการทั้งสามไม่ได้แตกต่างกันมากในปัจจุบัน รวมทั้งประสิทธิภาพของกลยุทธ์ด้านราคาของ TRUE นั้นก็ลดลงเนื่องจากการตอบสนองในทันทีจากคู่แข่ง เราคาดความแตกต่างของความสามารถการแข่งขันจะเกิดขึ้นอีกครั้งเมื่อมีการใช้งาน 5G เต็มรูปแบบ (คาดอีก 2 ปี) เนื่องจาก DTAC ยังไม่มีคลื่นความถี่หลักและเครือข่ายสำหรับ 5G

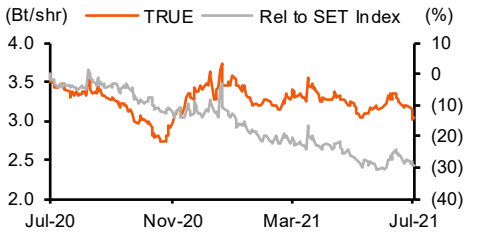
ขาดทุนน้อยลงใน 2Q21F แต่ก็ยังขาดทุน

เราคาด TRUE จะรายงานผลขาดทุนน้อยลงเหลือ 182 ลบ. ใน 2Q21F (ขาดทุน 444 ลบ. ใน 1Q21) จากการลดต้นทุนอย่างต่อเนื่องในขณะที่รายได้มีแนวโน้มทรงตัว อย่างไรก็ตามเราไม่ได้มองว่าการขาดทุนที่ลดลงนี้เป็นตัวบ่งชี้ถึงแนวโน้มการฟื้นตัวของธุรกิจ เนื่องจากเราคาดว่าผลการดำเนินงานจะยังขาดทุนใน 2H21F จากแรงกดดันของเศรษฐกิจที่ชะลอตัว และหนี้สินที่เพิ่มขึ้นก็ทำให้ดอกเบี้ยจ่ายของ TRUE สูงขึ้นเช่นกัน เราคาด TRUE จะยังมีผลการดำเนินงานขาดทุนไปถึงปี 2023F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	138,212	139,497	141,692	143,725
Net profit	1,048	(1,596)	(881)	(992)
Consensus NP	—	(1,884)	(695)	1,126
Diff frm cons (%)	—	*na*	*na*	*na*
Norm profit	(3,134)	(1,596)	(881)	(992)
Prev. Norm profit	—	(6,631)	(3,279)	(630)
Chg frm prev (%)	—	*na*	*na*	*na*
Norm EPS (Bt)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Norm EPS grw (%)	na	na	na	na
Norm PE (x)	na	na	na	na
EV/EBITDA (x)	5.7	6.3	6.3	6.2
P/BV (x)	1.2	1.3	1.3	1.4
Div yield (%)	2.3	3.0	3.0	3.0
ROE (%)	na	na	na	na
Net D/E (%)	233.4	319.5	370.6	399.6

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 9-Jul-21 (Bt)	3.04
Market Cap (US$ m)	3,112.9
Listed Shares (m shares)	33,368.2
Free Float (%)	31.8
Avg Daily Turnover (US$ m)	6.6
12M Price H/L (Bt)	3.74/2.72
Sector	Telecom
Major Shareholder	CP Group 17.84%

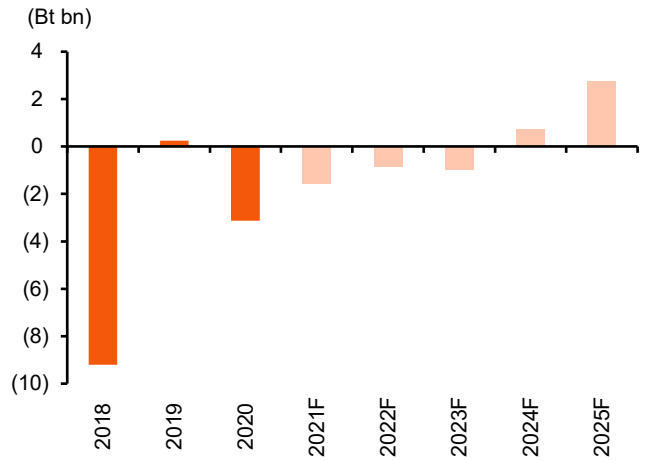
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

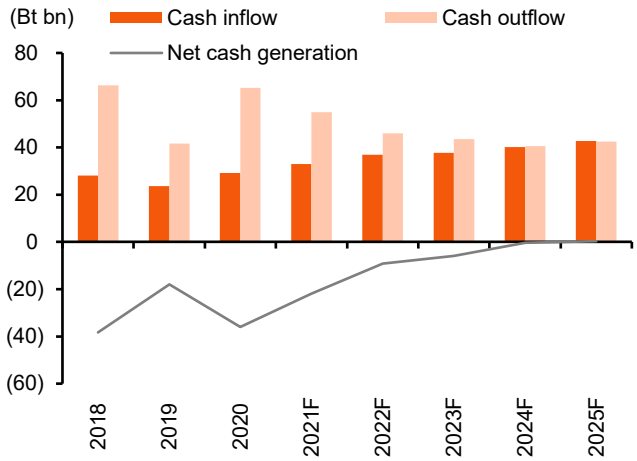
Thanachart Securities

Ex 1: Profit Looks Set To Stay Negative…



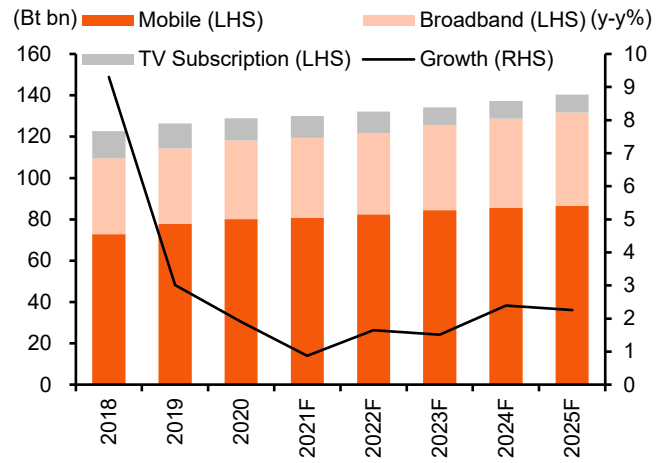
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: …And Cashflow Generation



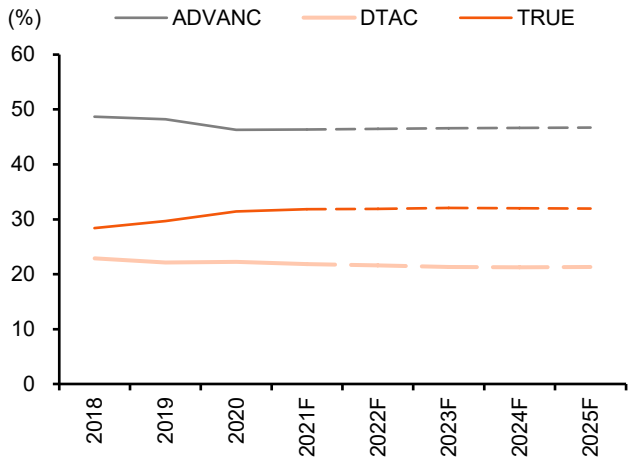
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Organic Revenue Growth Going Forward



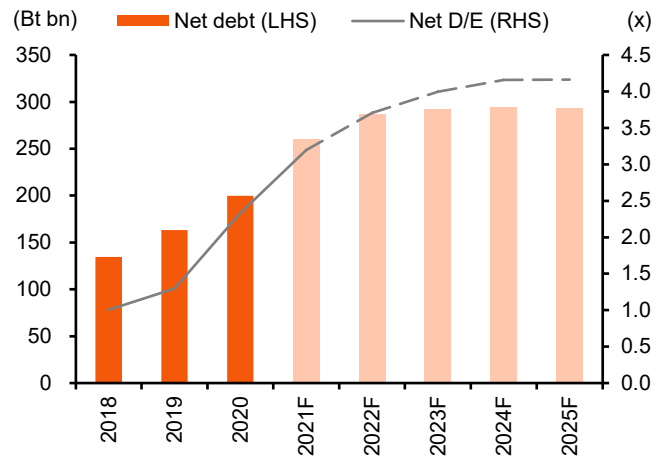
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: We Expect A Stable Mobile Market Share



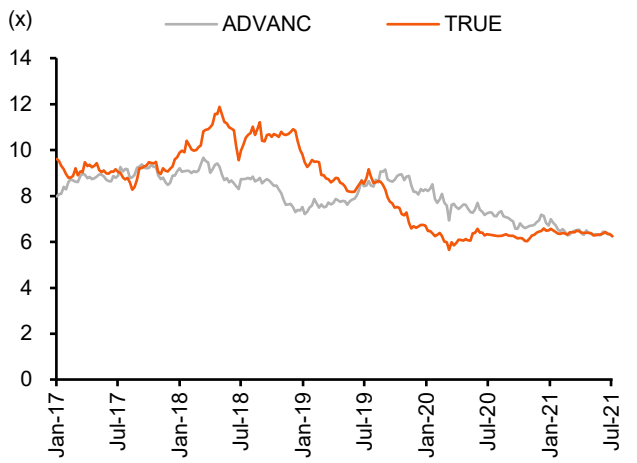
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Rising Debt With Gearing Yet To Peak



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: TRUE's EV/EBITDA Vs. ADVANC's



Sources: Company data, Bloomberg 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 excl. depre from right of use	50,348	51,665	54,296	56,752	58,767	59,849	62,603	64,427	66,098	67,494	68,892	—
Free cash flow	4,569	9,163	14,118	14,657	24,459	25,545	26,573	27,555	27,746	33,919	35,149	531,536
PV of free cash flow	4,236	7,876	11,246	10,823	16,390	15,801	15,169	14,520	13,495	15,229	13,971	211,267

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	1.1
WACC (%)	7.9
Terminal growth (%)	2.0
Enterprise value - add investments	350,024
Net debt (2021F)	259,553
Minority interest	404
Equity value	90,067
# of shares	33,368
Equity value/share (Bt)	**2.70**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 8: Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPS growth 21F (%)	EPS growth 22F (%)	PE 21F (x)	PE 22F (x)	P/BV 21F (x)	P/BV 22F (x)	EV/EBITDA 21F (x)	EV/EBITDA 22F (x)	Div Yield 21F (%)	Div Yield 22F (%)
China Mobile	941 HK	HK	3.5	4.0	8.6	8.2	0.8	0.8	1.4	1.4	6.2	6.5
China Unicom Hon	762 HK	HK	13.2	12.5	8.9	7.9	0.4	0.4	0.9	0.9	4.7	5.4
China Telecom Corp Ltd	728 HK	HK	5.8	3.6	10.2	9.9	0.6	0.6	2.0	2.0	5.3	5.8
Bharti Airtel	BHARTI IN	India	na	na	na	56.1	4.7	4.5	9.9	8.5	0.4	0.6
Idea Cellular	IDEA IN	India	na	na	na	na	na	na	10.6	9.3	0.0	0.0
Tata Communication	TCOM IN	India	5.8	11.2	28.7	25.8	562.9	26.9	10.9	10.3	0.7	0.8
Indosat	ISAT IJ	Indonesia	na	159.3	98.3	37.9	2.5	2.4	4.7	4.4	3.3	0.5
Telekomunikasi Indonesia	TLKM IJ	Indonesia	9.3	9.3	13.8	12.6	2.8	2.6	4.9	4.6	5.6	6.2
Axiata Group Bhd	AXIATA MK	Malaysia	175.0	27.3	34.4	27.0	1.9	1.8	5.6	5.4	2.4	3.0
Maxis Bhd	MAXIS MK	Malaysia	4.0	9.2	24.0	22.0	4.8	4.7	11.4	10.9	4.0	4.2
DiGi.Com	DIGI MK	Malaysia	(4.5)	5.3	28.3	26.8	0.6	0.5	12.8	12.5	3.5	3.7
Singapore Telecom	ST SP	Singapore	258.0	14.0	18.7	16.4	1.4	1.3	12.9	12.4	4.7	4.6
StarHub	STH SP	Singapore	(6.9)	3.7	14.9	14.4	0.0	0.0	6.6	6.2	5.0	5.7
SK Telecom	017670 KS	S.Korea	126.4	na	na	8.7	na	0.9	7.2	5.6	0.0	3.3
Taiwan Mobile	3045 TT	Taiwan	126.4	na	11.3	60.1	3.7	10.4	7.2	4.7	6.5	1.4
Advanced Info Service *	ADVANC TB	Thailand	(5.4)	12.3	19.6	17.5	6.2	5.7	6.5	6.1	4.1	4.6
Total Access Comm. *	DTAC TB	Thailand	(34.1)	(0.5)	20.3	20.5	3.2	3.2	4.2	3.9	5.0	5.0
Intouch Holdings *	INTUCH TB	Thailand	1.8	11.0	19.1	17.2	5.0	4.5	na	na	3.4	4.5
True Corp *	TRUE TB	Thailand	na	na	na	na	1.3	1.3	6.3	6.3	3.0	3.0
Average			**45.2**	**20.2**	**23.9**	**22.9**	**35.5**	**4.0**	**7.0**	**6.4**	**3.6**	**3.6**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 9 July 2021 closing prices

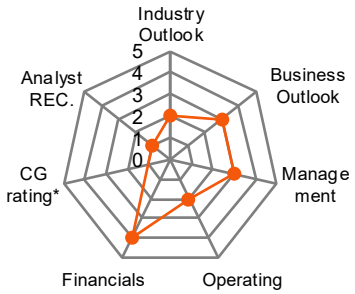
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ทรูคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ให้บริการสื่อสารโทรคมนาคมแบบครบวงจร โดยบริษัทให้บริการด้านเสียง วีดีโอ และข้อมูลผ่านโทรศัพท์มือถือ บริการอินเตอร์เน็ตความเร็วสูงสำหรับบ้าน โดยมีบริการเสริมสารสนเทศแบบออนไลน์สนับสนุน และบริการสมาชิกช่องโทรทัศน์แบบรายเดือน และกำลังเริ่มรุกเข้าไปในธุรกิจเกมออนไลน์และการให้บริการ digital solution เพื่อเป็นโอกาสการเติบโตใหม่

Source: Thanachart

COMPANY RATING



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

Source: Thanachart; * No CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นผู้ให้บริการโทรคมนาคมครบวงจร
- เป็นบริษัทย่อยของกลุ่ม CP ซึ่งเป็นหนึ่งในกลุ่มบริษัทที่มีขนาดใหญ่ที่สุดในประเทศไทย
- มีบริษัท China Mobile ซึ่งเป็นผู้ให้บริการโทรคมนาคมรายใหญ่รายหนึ่งของโลก เป็นพันธมิตรทางธุรกิจ

W — Weakness

- บริษัทยังดำเนินงานโดยมีกระแสเงินสดติดลบ เนื่องจากการลงทุนในธุรกิจการให้บริการโทรศัพท์มือถือยังอยู่ในระดับสูง
- มีความเสี่ยงทางการเงินสูง

O — Opportunity

- โอกาสในการเพิ่มส่วนแบ่งทางการตลาดในการให้บริการโทรศัพท์มือถือแบบเติมเงิน
- การใช้งานดาต้าที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง และจำนวนอุปกรณ์ที่ต้องการระบบการเชื่อมต่อที่เพิ่มขึ้นในยุคอุตสาหกรรม 4.0
- การขยายการลงทุนไปยังต่างประเทศ

T — Threat

- ความเสี่ยงจากการแข่งขันที่รุนแรงในกลุ่มอุตสาหกรรม
- ความเสี่ยงทางกฎหมายและข้อบังคับในตลาดโทรคมนาคมของไทยอยู่ในระดับสูง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	3.46	2.70	-22%
Norm profit 21F (Bt m)	(1,884)	(1,596)	na
Norm profit 22F (Bt m)	(695)	(881)	na
Consensus REC	**BUY: 7**	**HOLD: 8**	**SELL: 7**

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2021-22F ของเราใกล้เคียง Bloomberg consensus อย่างมาก
- แต่อย่างไรก็ตามราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่า เนื่องจากสมมติให้ TRUE ได้ส่วนแบ่งตลาดโทรศัพท์เคลื่อนที่และบรอดแบรนด์น้อยลง

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การจำนวนผู้ใช้บริการที่เพิ่มขึ้นเร็วกว่าคาด อาจทำให้ TRUE เข้าถึงจุดทำกำไรได้เร็วกว่าที่เรามองไว้ในประมาณการ ซึ่งจะเป็นความเสี่ยงทางบอกต่อคำแนะนำการลงทุนของเรา
- ความเสี่ยงด้านกฎหมายและข้อบังคับโดยเฉพาะอย่างยิ่งที่เกี่ยวข้องกับการประมูลคลื่นความถี่ และอัตราส่วนแบ่งรายได้ต่อรัฐฯ เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเราเช่นกัน
- การแข่งขันที่ชะลอตัวในกลุ่มอุตสาหกรรมเป็นความเสี่ยงทางบวกต่อประมาณการของเราเช่นกัน

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	138,456	138,212	139,497	141,692	143,725
Cost of sales	106,691	100,638	100,058	100,746	102,660
Gross profit	**31,765**	**37,575**	**39,439**	**40,946**	**41,065**
% gross margin	22.9%	27.2%	28.3%	28.9%	28.6%
Selling & administration expenses	26,306	26,928	25,997	25,791	25,567
Operating profit	**5,459**	**10,647**	**13,442**	**15,154**	**15,498**
% operating margin	3.9%	7.7%	9.6%	10.7%	10.8%
Depreciation & amortization	27,612	42,008	44,125	46,816	47,470
EBITDA	**33,071**	**52,655**	**57,567**	**61,971**	**62,969**
% EBITDA margin	23.9%	38.1%	41.3%	43.7%	43.8%
Non-operating income	(1,520)	757	198	126	101
Non-operating expenses	(260)	(801)	(200)	(200)	(100)
Interest expense	(9,422)	(17,565)	(18,474)	(19,435)	(20,001)
Pre-tax profit	**(5,743)**	**(6,963)**	**(5,034)**	**(4,355)**	**(4,502)**
Income tax	942	19	(100)	(150)	(200)
After-tax profit	**(6,685)**	**(6,982)**	**(4,934)**	**(4,205)**	**(4,302)**
% net margin	-4.8%	-5.1%	-3.5%	-3.0%	-3.0%
Shares in affiliates' Earnings	6,864	3,725	3,214	3,198	3,182
Minority interests	64	123	124	126	128
Extraordinary items	5,394	4,182	0	0	0
NET PROFIT	**5,637**	**1,048**	**(1,596)**	**(881)**	**(992)**
Normalized profit	**243**	**(3,134)**	**(1,596)**	**(881)**	**(992)**
EPS (Bt)	0.2	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Normalized EPS (Bt)	0.0	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)

We project earnings to remain negative into 2023F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	134,449	104,406	101,866	98,307	99,789
Cash & cash equivalent	49,450	24,469	15,095	10,095	10,095
Account receivables	47,613	44,919	47,773	48,525	49,221
Inventories	7,274	4,508	6,853	6,900	7,032
Others	30,113	30,509	32,145	32,787	33,441
Investments & loans	28,692	24,478	24,478	24,478	24,478
Net fixed assets	228,962	231,894	256,704	275,184	290,141
Other assets	131,889	256,770	272,849	268,553	245,024
Total assets	**523,993**	**617,548**	**655,898**	**666,522**	**659,432**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	151,150	175,786	176,882	177,469	177,744
Account payables	70,487	69,968	65,792	66,244	67,503
Bank overdraft & ST loans	16,663	4,774	20,599	22,219	22,665
Current LT debt	18,037	61,008	38,107	41,105	41,931
Others current liabilities	45,964	40,036	52,385	47,900	45,645
Total LT debt	**178,030**	**158,491**	**215,942**	**232,931**	**237,608**
Others LT liabilities	68,794	197,653	181,845	178,904	170,985
Total liabilities	**397,974**	**531,931**	**574,670**	**589,304**	**586,337**
Minority interest	651	528	404	278	150
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	133,473	133,473	133,473	133,473	133,473
Share premium	26,384	26,384	26,384	26,384	26,384
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(1,898)	(2,040)	(2,040)	(2,040)	(2,040)
Retained earnings	**(32,591)**	**(72,727)**	**(76,993)**	**(80,876)**	**(84,872)**
Shareholders' equity	125,368	85,089	80,824	76,940	72,945
Liabilities & equity	**523,993**	**617,548**	**655,898**	**666,522**	**659,432**

Piling up of debt is our major concern

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	(5,743)	(6,963)	(5,034)	(4,355)	(4,502)
Tax paid	(908)	(32)	108	149	204
Depreciation & amortization	27,612	42,008	44,125	46,816	47,470
Chg In w orking capital	(3,443)	4,940	(9,376)	(346)	431
Chg In other CA & CL / minorities	28,532	3,658	13,920	(1,928)	268
Cash flow from operations	**46,050**	**43,610**	**43,743**	**40,337**	**43,873**
Capex	(37,501)	(18,766)	(41,500)	(36,500)	(34,000)
Right of use	0	(115,190)	(17,261)	(3,500)	(3,000)
ST loans & investments	(1)	(51)	0	0	0
LT loans & investments	(5,600)	4,214	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(18,511)	90,628	(42,062)	(23,941)	(9,818)
Cash flow from investments	**(61,612)**	**(39,164)**	**(100,822)**	**(63,941)**	**(46,818)**
Debt financing	57,854	11,900	50,374	21,608	5,948
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(3,003)	(3,003)	(2,669)	(3,003)	(3,003)
Warrants & other surplus	(10,557)	(38,324)	0	0	0
Cash flow from financing	**44,294**	**(29,427)**	**47,705**	**18,605**	**2,945**
Free cash flow	**8,549**	**24,844**	**2,243**	**3,837**	**9,873**

Huge capex still required ahead for 5G rollout

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	417.3	na	na	na	na
Normalized PE - at target price (x)	370.6	na	na	na	na
PE (x)	18.0	96.8	na	na	na
PE - at target price (x)	16.0	85.9	na	na	na
EV/EBITDA (x)	8.0	5.7	6.3	6.3	6.2
EV/EBITDA - at target price (x)	7.7	5.5	6.1	6.1	6.1
P/BV (x)	0.8	1.2	1.3	1.3	1.4
P/BV - at target price (x)	0.7	1.1	1.1	1.2	1.2
P/CFO (x)	2.2	2.3	2.3	2.5	2.3
Price/sales (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Dividend yield (%)	3.0	2.3	3.0	3.0	3.0
FCF Yield (%)	8.4	24.5	2.2	3.8	9.7
(Bt)					
Normalized EPS	0.0	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
EPS	0.2	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
DPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
BV/share	3.8	2.6	2.4	2.3	2.2
CFO/share	1.4	1.3	1.3	1.2	1.3
FCF/share	0.3	0.7	0.1	0.1	0.3

Comparable multiples to peers, but much weaker operations

Sources: Company data, Thanachart estimates

High gearing and rising

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	1.8	(0.2)	0.9	1.6	1.4
Net profit (%)	(19.0)	(81.4)	na	na	na
EPS (%)	(19.0)	(81.4)	na	na	na
Normalized profit (%)	na	na	na	na	na
Normalized EPS (%)	na	na	na	na	na
Dividend payout ratio (%)	53.3	222.8	(188.2)	(341.0)	(302.8)
Operating performance					
Gross margin (%)	22.9	27.2	28.3	28.9	28.6
Operating margin (%)	3.9	7.7	9.6	10.7	10.8
EBITDA margin (%)	23.9	38.1	41.3	43.7	43.8
Net margin (%)	(4.8)	(5.1)	(3.5)	(3.0)	(3.0)
D/E (incl. minor) (x)	1.7	2.6	3.4	3.8	4.1
Net D/E (incl. minor) (x)	1.3	2.3	3.2	3.7	4.0
Interest coverage - EBIT (x)	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
Interest coverage - EBITDA (x)	3.5	3.0	3.1	3.2	3.1
ROA - using norm profit (%)	0.0	na	na	na	na
ROE - using norm profit (%)	0.2	na	na	na	na
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	na	na	na
- asset turnover (x)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
- operating margin (%)	na	na	na	na	na
- leverage (x)	3.9	5.4	7.7	8.4	8.8
- interest burden (%)	(156.1)	(65.7)	(37.5)	(28.9)	(29.0)
- tax burden (%)	na	na	na	na	na
WACC (%)	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9
ROIC (%)	2.0	3.7	4.7	4.5	4.3
NOPAT (Bt m)	5,459	10,647	13,442	15,154	15,498
invested capital (Bt m)	288,647	284,893	340,376	363,100	365,053

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 78 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2107A , ADVA16C2110A , AEON16C2108A , AOT16C2109A , BAM16C2107A , BAM16C2110A , BANP16C2107A , BANP16C2109A , BANP16C2110A , BCH16C2109A , BDMS16C2107A , BDMS16C2109A , BGRI16C2110A , BH16C2109A , CBG16C2108A , CBG16C2109A , CBG16C2109B , COM716C2107A , COM716C2110A , CPAL16C2109A , CPF16C2107A , CPF16C2108A , CPN16C2109A , DELT16C2108A , DELT16C2109A , EA16C2107A , EA16C2108A , EA16C2110A , EGCO16C2110A , EPG16C2109A , GPSC16C2109A , GPSC16C2110A , GULF16C2107A , GUNK16C2108A , GUNK16C2110A , HANA16C2107A , IRPC16C2108A , IRPC16C2110A , IVL16C2107A , IVL16C2109A , IVL16C2110A , JMT16C2110A , KBAN16C2107A , KBAN16C2108A , KBAN16C2109A , KCE16C2109A , KCE16C2110A , KTC16C2110A , KTC16C2110B , MINT16C2107A , MINT16C2109A , MTC16C2108A , MTC16C2109A , OR16C2107A , OR16C2108A , OR16C2109A , PRM16C2109A , PTG16C2107A , PTG16C2109A , PTT16C2109A , PTTG16C2108A , PTTG16C2110A , RBF16C2110A , RS16C2108A , RS16C2109A , 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, 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). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาต จากัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จากัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จากัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมู่ศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอัศวินี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต 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 นิจการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลังงาน , ปิโตรเคมี, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

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

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เดินเรือ
พัทธดนย์ บุนนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

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

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง
รตา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
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 ผู้พิพัฒน์หิรัญกุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

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

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

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

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

นักวิเคราะห์, แปล
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 จิตกุศล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

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

สุเนตร รักษาวัด
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
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