

BUY (Unchanged)

TP: Bt 29.00

(Unchanged)

Change in Numbers

Upside : 48.0%

20 OCTOBER 2021

## Somboon Advance Tech. (SAT TB)

## เริ่มฟื้นตัว

ผู้ผลิตรถยนต์เริ่มที่จะเพิ่มการผลิตหลังจากอุปทานสะดุด เนื่องจากการขาดแคลนชิป และโควิด-19 SAT ฟื้นตัวใน 4Q21F และเรคาดว่า EPS จะเติบโตอีก 17/24% ในปี 2022-23F ด้วยข้อขยายที่เพียง 7.4 เท่า ในปี 2022F PE และให้อัตรากำไรตอบแทนปันผลที่ 8% เราจึงคงคำแนะนำ "ซื้อ"



RATA LIMSUTHIWANPOOM

662 - 483 8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

## ฟื้นตัว และเรามองว่าถูกมาก

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" SAT โดยให้ราคาเป้าหมายปี 2022F ที่ 29 บาท เช่นเดิม เนื่องจาก 1) สถานการณ์อุปทานกำลังดีขึ้น เนื่องจากการผ่อนคลายการล็อกดาวน์ในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (SEA) และผู้ผลิตรถยนต์ต่างก็เพิ่มการผลิตท่ามกลางความต้องการที่แข็งแกร่ง 2) เราคาดว่ากำไรของ SAT จะแตะจุดต่ำสุดใน 3Q21F และฟื้นตัวใน 4Q21F โดยคาดว่าจะเติบโต 17/24% ในปี 2022-23F แม้ว่าต้นทุนเหล็กที่สูงขึ้นจะกดดันอัตรากำไรขั้นต้น แต่เราปรับเพิ่มกำไรปกติขึ้น 10/2/3% ในปี 2021-23F เพื่อสะท้อนแนวโน้มการฟื้นตัวของยอดขายชิ้นส่วนรถยนต์ (76% ของรายได้ปี 2021F) และชิ้นส่วนเครื่องจักรทางการเกษตร (24%) ที่ดีกว่าคาด และ 3) เรามองว่า SAT ถูกมากที่ 7.4 เท่า PE (6.1 เท่า ไม่รวมเงินสด) โดยให้อัตรากำไรตอบแทนปันผลที่ 8/10% ในปี 2022-23F

## ปัญหาด้านอุปทานบรรเทาลง

แม้ว่าอุปทานชิปเซมิคอนดักเตอร์รถยนต์ยังคงตึงตัว แต่ปัญหาอุปทานใน SEA ที่เกิดจากโควิดเริ่มคลี่คลาย โตโยต้าซึ่งลดการผลิตทั่วโลกเหลือ 500,000-600,000 คัน ต่อเดือนในเดือนส.ค.-ต.ค.2021 เพิ่งประกาศกลับมาเริ่มการผลิตทั่วโลกที่ระดับปกติที่ 850,000-900,000 คัน ในเดือนพ.ย. นอกจากนี้ผู้ผลิตรถยนต์รายอื่นยังเพิ่มการผลิตตั้งแต่เดือนก.ย. เราปรับเพิ่มสมมติฐานการผลิตรถยนต์ของไทยในปี 2021F เป็น 1.65 ล้านคัน (จาก 1.54 ล้านคัน) หรือเพิ่มขึ้น 16% จากปี 2020 และคาดว่าจะการผลิตจะเติบโต 9/13% ในปี 2022-23F โดยยอดขายในประเทศเติบโตขึ้น 14/30% และการส่งออกขยายตัว 5/2%

## ความต้องการชิ้นส่วนเครื่องจักรทางการเกษตรแข็งแกร่ง

SAT ยังจัดหาชิ้นส่วนเครื่องจักรทางการเกษตรให้กับคูโบต้า (24% ของยอดขายในปี 2021F) SAT มีส่วนแบ่ง 70-80% ของอุตสาหกรรมรถแทรกเตอร์ที่กำลังเติบโตจากกระแสของสมาร์ทฟาร์ม SAT ขายทั้งในประเทศไทยและส่งออกไปยังประเทศเพื่อนบ้าน, อินเดีย และสหรัฐอเมริกา การส่งออกรถแทรกเตอร์เพิ่มขึ้น 2 เท่า y-y ในเดือนก.ค.-ส.ค. การส่งออกรถแทรกเตอร์น่าจะยังคงแข็งแกร่ง เนื่องจากสินค้าคงคลังมีแนวโน้มกลับสู่ระดับปกติที่มีขายสำหรับ 6-7 เดือน เทียบกับเดือนก.ย.ที่ต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ขายเพียง 2 เดือน เราปรับเพิ่มการผลิตคูโบต้าของไทยขึ้น 13% เป็น 101,000 คัน ในปี 2021F หรือสูงกว่าระดับปี 2019 รว 23% และเรคาดว่าจะเติบโตอีก 20/10% ในปี 2022-23

## กำไรฟื้นตัวจาก 4Q21F

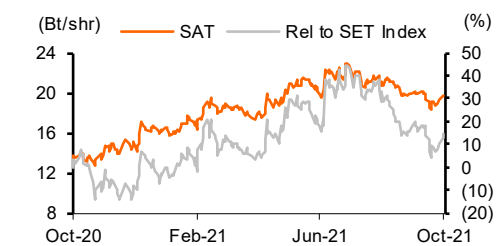
แม้จะเป็นช่วงไฮซีซั่นของอุตสาหกรรมใน 3Q21F แต่เนื่องจากอุปทานรถยนต์ที่สะดุด และต้นทุนเหล็กที่สูงขึ้น เราคาดว่ากำไรปกติจะลดลง 15% q-q (+144% y-y) ใน 3Q21F และฟื้นตัว 8% q-q (-11% y-y) ใน 4Q21F มีค่าใช้จ่ายพิเศษในการปรับโครงสร้าง 70 ลบ. ใน 4Q21F ปัจจัยที่ผลักดันให้ EPS เติบโต 17/24% ในปี 2022-23F คือ การเติบโตของยอดขายที่ 13% ต่อปี อัตรากำไรจากการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นจาก 9.7% ในปี 2020 เป็น 10.3/11.6% ในปี 2022-23F จากผลของ operating leverage แม้ว่าจะมีความเหลื่อมล้ำระหว่างราคาเหล็กที่เพิ่มขึ้นกับการผลัดภาระต้นทุนที่เพิ่มขึ้นไปยังลูกค้าราว 6-9 เดือน

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

## COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	5,883	8,682	9,794	11,104
Net profit	371	908	1,129	1,396
Consensus NP	—	924	1,058	1,206
Diff frm cons (%)	—	(1.7)	6.8	15.7
Norm profit	371	966	1,129	1,396
Prev. Norm profit	—	882	1,110	1,353
Chg frm prev (%)	—	9.5	1.7	3.1
Norm EPS (Bt)	0.9	2.3	2.7	3.3
Norm EPS grw (%)	(58.5)	160.6	16.9	23.6
Norm PE (x)	22.5	8.6	7.4	6.0
EV/EBITDA (x)	6.8	3.7	2.9	2.1
P/BV (x)	1.2	1.1	1.0	1.0
Div yield (%)	3.1	6.5	8.1	10.0
ROE (%)	5.2	13.2	14.5	16.6
Net D/E (%)	(31.0)	(37.9)	(43.3)	(48.6)

## PRICE PERFORMANCE



## COMPANY INFORMATION

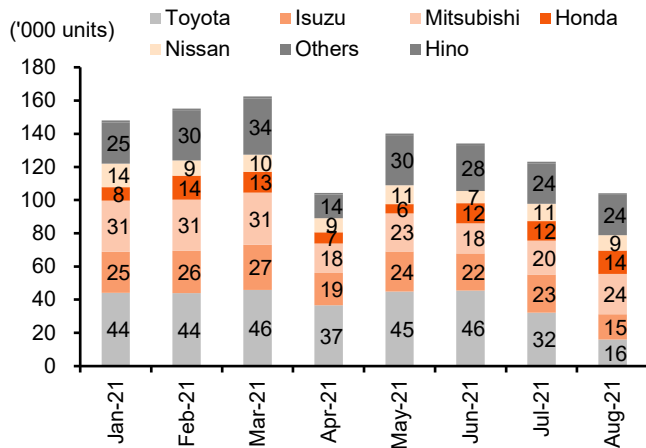
Price as of 20-Oct-21(Bt)	19.60
Market Cap (US\$ m)	249.8
Listed Shares (m shares)	425.2
Free Float (%)	64.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.5
12M Price H/L (Bt)	23.00/12.80
Sector	AUTO
Major Shareholder	Somboon Holding 29.9%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

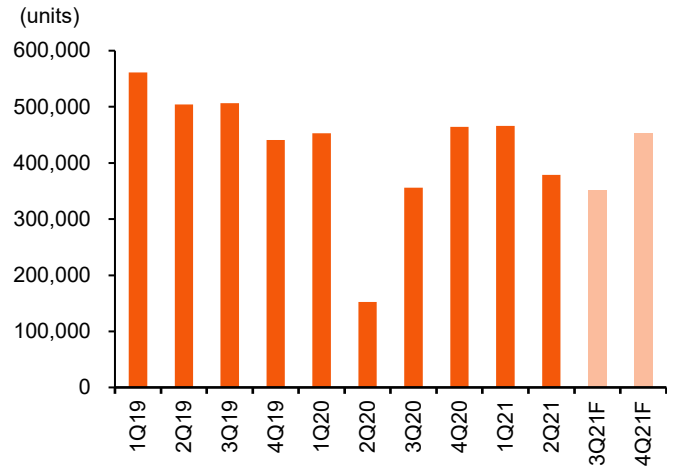


**Ex 1: Auto Production Hiccup in July-August**



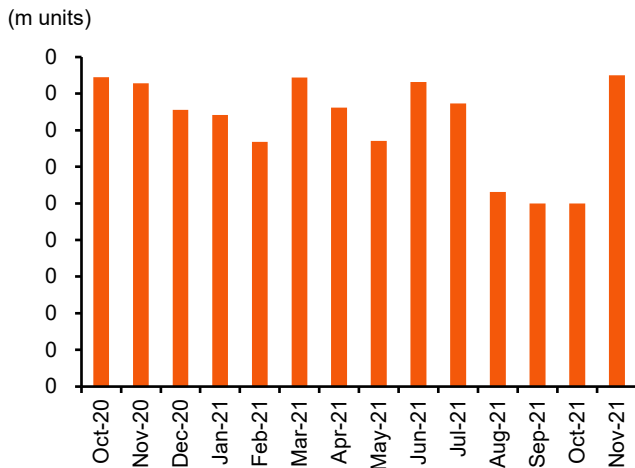
Source: Thai Automotive Industry Association

**Ex 2: We Expect Production To Recover From September**



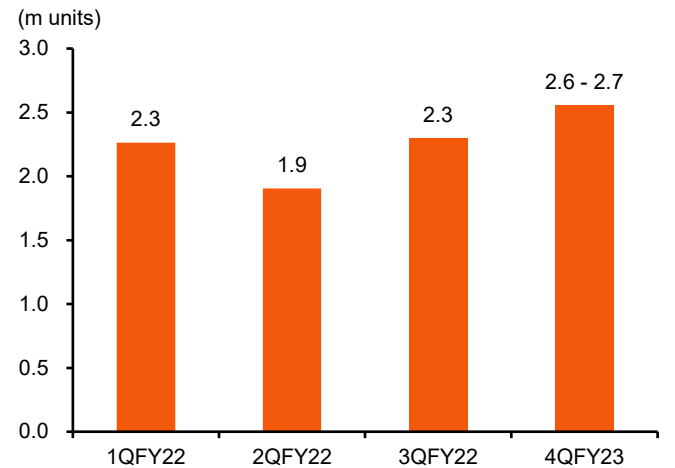
Sources: Thai Automotive Industry Association; Thanachart estimates

**Ex 3: Toyota Global Production Rebound In November...**



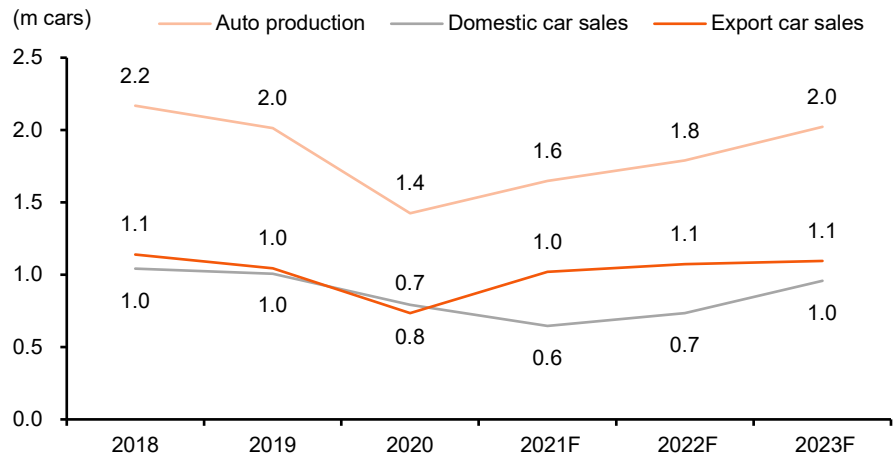
Source: Toyota Motor Guidance

**Ex 4: ...And To Recover Lost Volume Into March 2022**



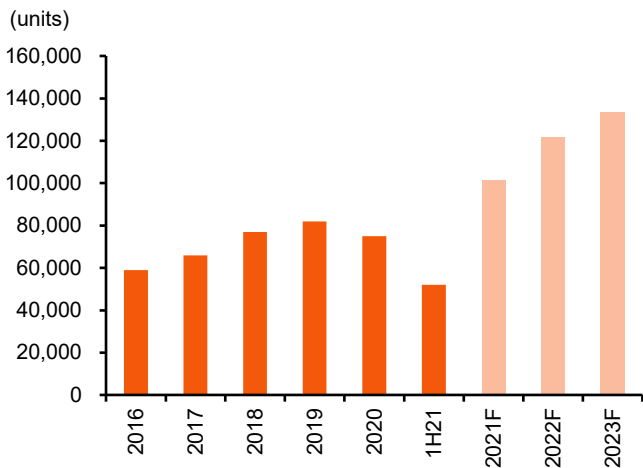
Source: Toyota Motor Guidance  
Note: Fiscal year ending March.

**Ex 5: We Forecast Thailand Auto Production To Grow 9/13% In 2022-23F**



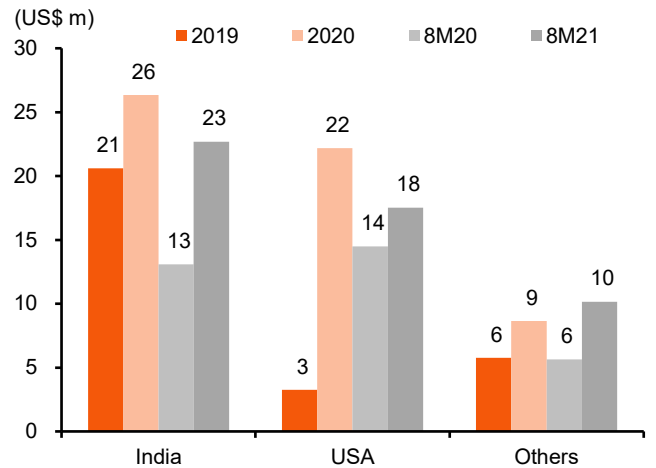
Sources: Thai Automotive Industry Association; Thanachart estimates

**Ex 6: We Forecast 20/10% Tractor Production**



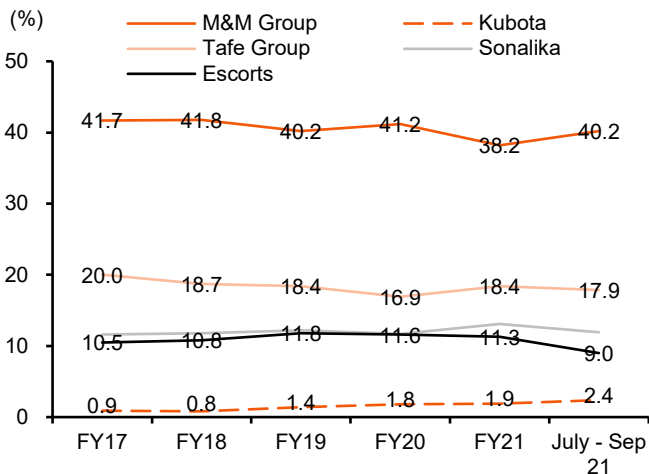
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 7: Strong Thailand Tractor Exports**



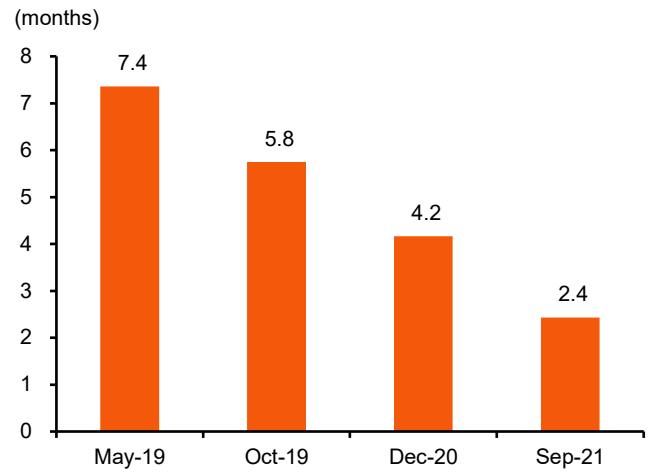
Source: Thai Custom

**Ex 8: Kubota Has Gained Market Share In India**



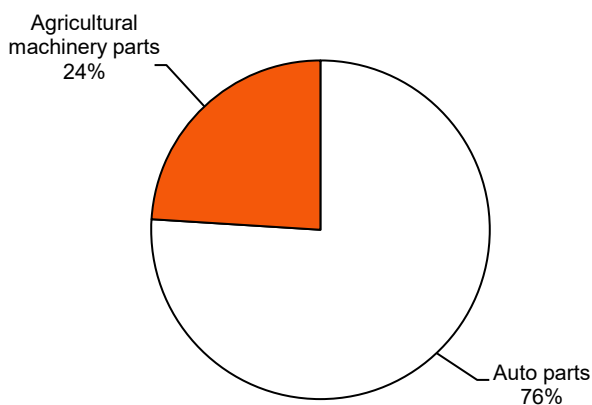
Source: Autopundit

**Ex 9: US Tractor Inventories At Record Low**



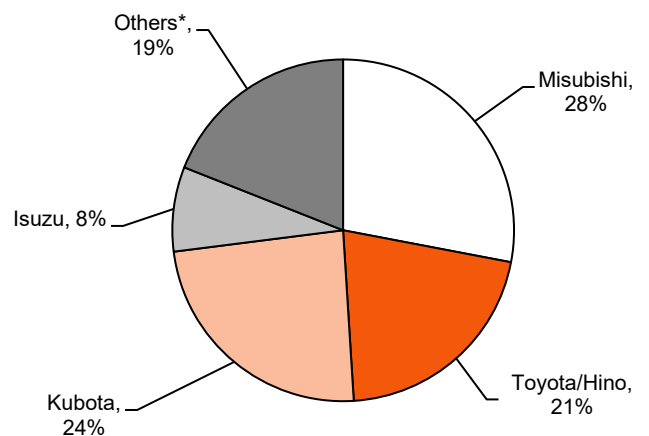
Source: Association Of Equipment Manufacturer

**Ex 10: 2021F Revenue Breakdown**



Source: Thanachart estimates

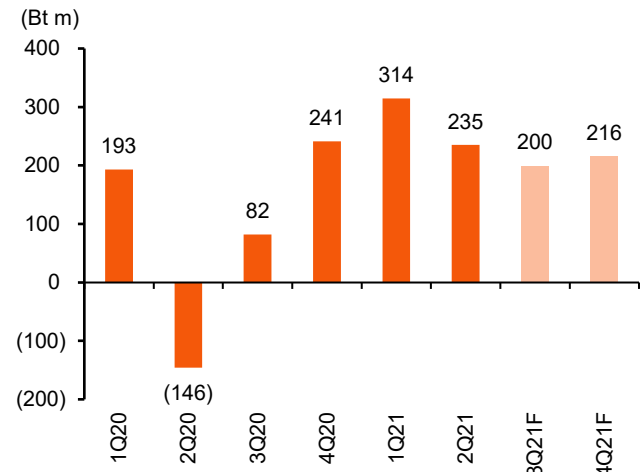
**Ex 11: 6M20 Revenue Breakdown By Customer**



Source: Company data

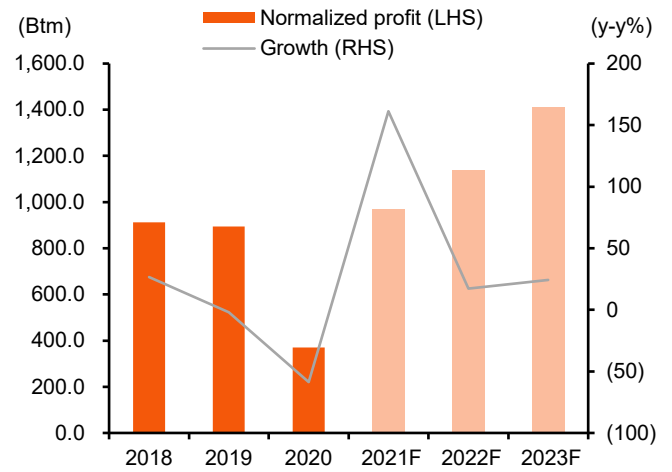
Note: \*Others include Honda, Nissan, Ford & Mazda, direct export and REM (replacement equipment manufacturers) customers and other customers

**Ex 12: Earnings Recovery From 4Q21F On The Cards**



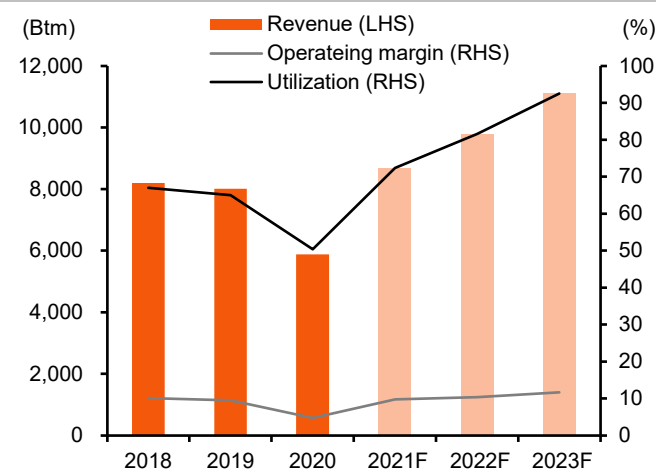
Sources: Company data; Thanachart estimates  
Note: Normalized profit

**Ex 13: We Project 17/24% Earnings Growth In 2022-23F**



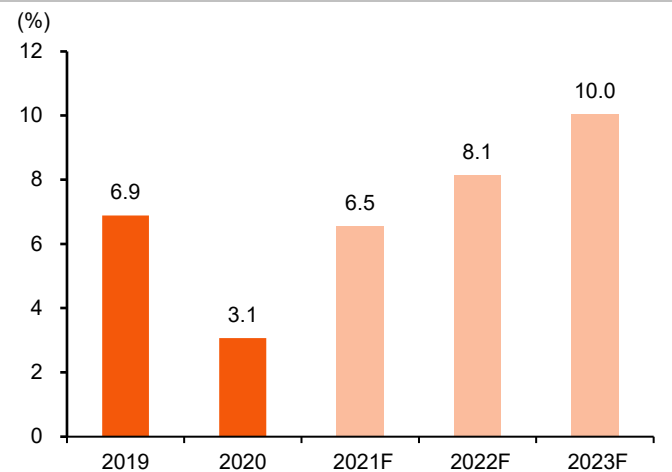
Sources: Company data; Thanachart estimates

**Ex 14: Revenue And Operating Margin Forecasts**



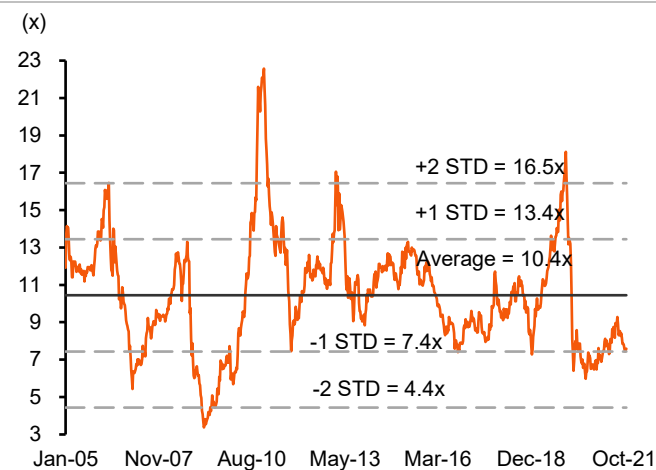
Sources: Company data; Thanachart estimates

**Ex 15: Dividend Yields Of 6.5-10.0% In 2022-23F**



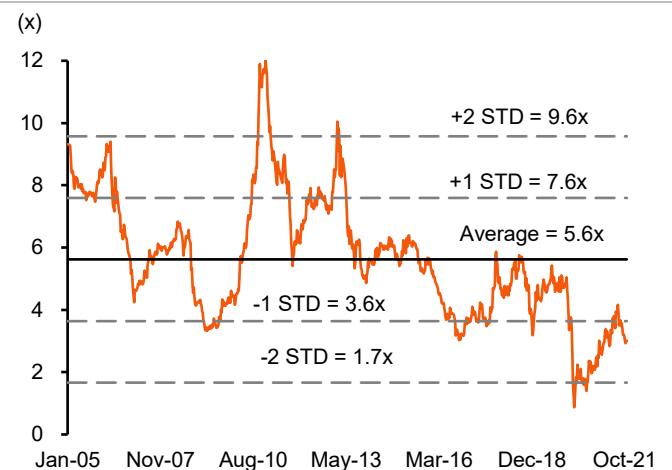
Sources: Company data; Thanachart estimates

**Ex 16: SAT Trades At Only 7.4x 2022F PE**



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 17: Also Looks Attractive At 2.9x Forward EV/EBITDA**



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 18: Key Assumption Changes**

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>Industry auto production (cars)</b>					
New	2,013,710	1,426,072	1,648,956	1,790,069	2,023,414
Old			1,539,848	1,757,196	2,021,025
Change (%)			7.1	1.9	0.1
<b>Industry auto sales (cars)</b>					
New					
Domestic sales	1,007,552	792,110	646,411	735,513	958,400
Export sales			1,020,191	1,072,202	1,095,014
Old					
Domestic sales	1,007,552	792,110	768,347	875,915	1,007,303
Export sales			831,501	931,281	1,033,722
<b>Tractor production (units)</b>					
New	82,000	75,000	101,250	121,500	133,650
Old			89,550	98,505	108,356
Change (%)			13.1	23.3	23.3
<b>Total revenue (Bt m)</b>					
New	8,006	5,883	8,682	9,794	11,104
Old			7,410	8,502	9,662
Change (%)			17.2	15.2	14.9
<b>Average gross margin (%)</b>					
New	18.7	15.1	18.7	18.8	19.5
Old			19.8	20.7	21.8
Change (%)			(1.1)	(2.0)	(2.3)
<b>Normalized earnings (Bt m)</b>					
New	894	371	966	1,129	1,396
Old			882	1,110	1,353
Change (%)			9.5	1.7	3.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 19: 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	1,655	1,955	2,151	2,256	2,339	2,421	2,420	2,415	2,504	2,594	2,653	—
Free cash flow	1,037	1,286	1,265	1,285	1,071	1,097	1,066	955	971	989	927	9,011
PV of free cash flow	1,035	1,035	913	832	608	556	482	386	350	318	254	2,467
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	11.5											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	9,666											
Net debt (2021F)	(2,886)											
Minority interest	56											
Equity value	12,496											
# of shares (m)	425											
<b>Target price/share (Bt)</b>	<b>29.0</b>											

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

## Ex 20: 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 (%)
Fangda Special Steel Tech	600507 CH	China	35.4	7.0	6.1	5.7	1.7	1.5	na	na	7.7	8.1
Fuyao Glass Industry Group	600660 CH	China	49.4	25.3	31.7	25.3	5.0	4.5	17.5	15.0	2.0	2.4
Weifu High-Technology	000581 CH	China	(3.4)	5.8	7.7	7.3	1.1	1.0	6.8	6.2	6.8	5.8
Bharat Forge	BHFC IN	India	na	44.8	40.0	27.6	6.0	5.1	21.7	16.6	0.5	0.7
Motherson Sumi Systems	MSS IN	India	187.6	48.2	34.1	23.0	5.4	4.6	11.8	9.1	1.0	1.3
Sundram Fasteners	SF IN	India	48.3	29.9	35.1	27.1	6.7	5.5	21.6	17.4	0.6	0.8
UMW Holdings	UMWH MK	Malaysia	11.7	38.6	17.0	12.3	1.0	0.9	9.1	8.2	1.4	2.0
Mando Corp	060980 KS	S. Korea	160.9	10.7	4.9	4.5	0.6	0.5	6.2	5.5	3.7	3.7
Hyundai Mobis	012330 KS	S. Korea	70.1	18.3	9.7	8.2	0.7	0.7	5.6	4.8	1.5	1.8
Hu Lane Associate Inc	6279 TT	Taiwan	43.0	16.7	15.3	13.1	2.5	2.3	9.3	8.2	4.5	5.2
Tong Yang Industry	1319 TT	Taiwan	44.9	21.2	17.2	14.2	0.9	na	6.3	5.4	2.9	4.3
AAPICO Hitech	AH TB	Thailand	571.2	23.8	7.4	6.0	0.9	0.8	8.4	7.7	4.4	5.4
Somboon Advance Tech*	SAT TB	Thailand	160.6	16.9	8.6	7.4	1.1	1.0	3.7	2.9	6.5	8.1
Thai Stanley Electric **, **	STANLY TB	Thailand	29.6	40.5	10.2	7.3	0.7	0.7	2.9	2.1	3.1	4.4
<b>Average</b>			<b>108.4</b>	<b>24.8</b>	<b>17.5</b>	<b>13.5</b>	<b>2.5</b>	<b>2.2</b>	<b>10.1</b>	<b>8.4</b>	<b>3.3</b>	<b>3.9</b>

Source: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: \* Thanachart estimates using normalized EPS growth

\*\* STANLY's fiscal year ends in March

Based on 20-Oct-2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท สมบูรณ์ แอ็ดวานซ์ เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน) เป็นหนึ่งในผู้ผลิตและจัดจำหน่ายยานยนต์ส่วนบุคคลชั้นนำ จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในปี 2005 ผลิตภัณฑ์หลักของ SAT ได้แก่ ชิ้นส่วนช่วงล่างรถยนต์ เช่นเพลา ดิสก์เบรก และดรัมเบรก รองรับยานพาหนะหลากหลายประเภท โดยส่วนใหญ่เป็นรถบีคอป 1 ตัน และรถยนต์นั่งส่วนบุคคล ลูกค้าส่วนใหญ่เป็นผู้ผลิตรถยนต์ญี่ปุ่นที่มีโรงงานในประเทศไทย ได้แก่ มิตซูบิชิ โตโยต้า ฮอนด้า อีซูซุ นิสสัน ฯลฯ ในปี 2013 SAT ได้ลงนามในสัญญาระยะยาวเพื่อจัดหาชิ้นส่วนเครื่องจักรกลการเกษตรสำหรับคูโบต้า-ผู้ผลิตรถแทรกเตอร์การเกษตรชั้นนำ

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- ผู้นำในตลาดชิ้นส่วนยานยนต์ช่วงล่าง
- มีลูกค้าที่กระจายหลากหลาย
- มีสินค้าที่หลากหลาย
- ได้รับผลกระทบจากเทรนด์ EV น้อย

## O — Opportunity

- ได้รับผลประโยชน์สูงจากการฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องของอุตสาหกรรมรถยนต์ไทย
- การเป็นพันธมิตรกับ Mubea ผู้ผลิตสปริงชั้นนำของโลก ทำให้ SAT มีความเชี่ยวชาญ และมีศักยภาพในการผลิตชิ้นส่วนรถยนต์ใหม่มากขึ้น

## CONSENSUS COMPARISON

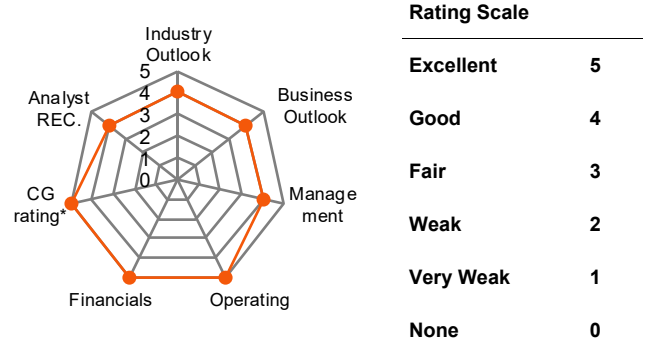
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	25.56	29.00	13%
Net profit 21F (Bt m)	924	908	-2%
Net profit 22F (Bt m)	1,058	1,129	7%
Consensus REC	BUY: 8	HOLD: 3	SELL: 1

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2021F ของเรายิ่งสูงกว่าตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อยอดขายชิ้นส่วนเครื่องจักรทางการเกษตร ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

## W — Weakness

- การส่งออกอาจจะไม่เติบโตอย่างมีนัยสำคัญในระยะยาว
- ยังคงมีสัดส่วนหลักของยอดขายจากรถญี่ปุ่น

## T — Threat

- การแข่งขันจากผู้เล่นต่างประเทศ
- แนวโน้ม EV ระยะยาวน่าจะทำให้ SAT ต้องปรับกระบวนการผลิตผลิตภัณฑ์บางอย่างเช่น พัฒนาหม้อน้ำหนักเบาลง
- หากมีการใช้มอเตอร์แยกที่ล้อในรถ EV จะมีความเสี่ยงต่อธุรกิจหลัก

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความต้องการรถยนต์ในประเทศและส่งออกที่อ่อนแกว่าคาดส่งผลให้มีความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- ภัยพิบัติทางธรรมชาติสามารถส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรม และทำให้มีความเสี่ยงต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเราได้เช่นกัน
- การระบาดของโควิด-19 ที่แยกว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	8,006	5,883	8,682	9,794	11,104
Cost of sales	6,512	4,991	7,058	7,957	8,935
<b>Gross profit</b>	<b>1,494</b>	<b>891</b>	<b>1,624</b>	<b>1,837</b>	<b>2,169</b>
% gross margin	18.7%	15.1%	18.7%	18.8%	19.5%
Selling & administration expenses	736	615	779	825	877
<b>Operating profit</b>	<b>757</b>	<b>276</b>	<b>844</b>	<b>1,012</b>	<b>1,292</b>
% operating margin	9.5%	4.7%	9.7%	10.3%	11.6%
Depreciation & amortization	643	620	627	652	672
<b>EBITDA</b>	<b>1,401</b>	<b>896</b>	<b>1,472</b>	<b>1,663</b>	<b>1,964</b>
% EBITDA margin	17.5%	15.2%	16.9%	17.0%	17.7%
Non-operating income	193	144	128	145	164
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(11)	(8)	(6)	(6)	(6)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>939</b>	<b>412</b>	<b>967</b>	<b>1,150</b>	<b>1,450</b>
Income tax	100	40	108	135	177
<b>After-tax profit</b>	<b>840</b>	<b>372</b>	<b>858</b>	<b>1,016</b>	<b>1,273</b>
% net margin	10.5%	6.3%	9.9%	10.4%	11.5%
Shares in affiliates' Earnings	59	3	115	121	130
Minority interests	(4)	(4)	(7)	(7)	(7)
Extraordinary items	0	0	(58)	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>895</b>	<b>371</b>	<b>908</b>	<b>1,129</b>	<b>1,396</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>894</b>	<b>371</b>	<b>966</b>	<b>1,129</b>	<b>1,396</b>
EPS (Bt)	2.1	0.9	2.1	2.7	3.3
Normalized EPS (Bt)	2.1	0.9	2.3	2.7	3.3

*We estimate 2022-23F  
EPS growth of 17/24%*

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	4,581	4,407	5,505	6,428	7,514
Cash & cash equivalent	2,363	2,331	3,020	3,650	4,400
Account receivables	1,448	1,311	1,570	1,771	2,008
Inventories	570	565	716	807	906
Others	200	200	200	200	200
Investments & loans	889	894	894	894	894
Net fixed assets	3,596	3,403	3,280	3,136	2,973
Other assets	245	252	313	345	383
<b>Total assets</b>	<b>9,311</b>	<b>8,955</b>	<b>9,992</b>	<b>10,803</b>	<b>11,764</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	1,636	1,501	1,873	2,113	2,363
Account payables	885	974	1,160	1,308	1,469
Bank overdraft & ST loans	109	12	13	12	13
Current LT debt	90	59	61	60	63
Others current liabilities	551	455	639	733	819
<b>Total LT debt</b>	<b>118</b>	<b>59</b>	<b>61</b>	<b>60</b>	<b>62</b>
Others LT liabilities	355	305	452	506	569
<b>Total liabilities</b>	<b>2,108</b>	<b>1,865</b>	<b>2,386</b>	<b>2,679</b>	<b>2,995</b>
Minority interest	45	48	56	56	63
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	425	425	425	425	425
Share premium	716	716	716	716	716
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
<b>Retained earnings</b>	<b>6,016</b>	<b>5,901</b>	<b>6,409</b>	<b>6,927</b>	<b>7,565</b>
Shareholders' equity	7,158	7,042	7,551	8,069	8,707
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>9,311</b>	<b>8,955</b>	<b>9,992</b>	<b>10,803</b>	<b>11,764</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	939	412	967	1,150	1,450
Tax paid	(97)	(64)	(89)	(134)	(168)
Depreciation & amortization	643	620	627	652	672
Chg In working capital	(323)	231	(224)	(144)	(175)
Chg In other CA & CL / minorities	184	(71)	279	206	206
<b>Cash flow from operations</b>	<b>1,346</b>	<b>1,127</b>	<b>1,560</b>	<b>1,730</b>	<b>1,984</b>
Capex	(436)	(427)	(500)	(500)	(500)
Right of use	0	0	(38)	(5)	(5)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(31)	(5)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	30	(54)	51	19	22
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(436)</b>	<b>(486)</b>	<b>(487)</b>	<b>(486)</b>	<b>(483)</b>
Debt financing	8	(187)	17	(2)	6
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(574)	(476)	(400)	(611)	(757)
Warrants & other surplus	(49)	(11)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(616)</b>	<b>(674)</b>	<b>(384)</b>	<b>(613)</b>	<b>(751)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>911</b>	<b>700</b>	<b>1,060</b>	<b>1,230</b>	<b>1,484</b>

*SAT offers dividend yields of 8-10% in 2022-23F*

## VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	9.3	22.5	8.6	7.4	6.0
Normalized PE - at target price (x)	13.8	33.3	12.8	10.9	8.8
PE (x)	9.3	22.5	9.2	7.4	6.0
PE - at target price (x)	13.8	33.2	13.6	10.9	8.8
EV/EBITDA (x)	4.5	6.8	3.7	2.9	2.1
EV/EBITDA - at target price (x)	7.3	11.3	6.4	5.3	4.1
P/BV (x)	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0
P/BV - at target price (x)	1.7	1.8	1.6	1.5	1.4
P/CFO (x)	6.2	7.4	5.3	4.8	4.2
Price/sales (x)	1.0	1.4	1.0	0.9	0.8
Dividend yield (%)	6.9	3.1	6.5	8.1	10.0
FCF Yield (%)	10.9	8.4	12.7	14.8	17.8
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	2.1	0.9	2.3	2.7	3.3
EPS	2.1	0.9	2.1	2.7	3.3
DPS	1.4	0.6	1.3	1.6	2.0
BV/share	16.8	16.6	17.8	19.0	20.5
CFO/share	3.2	2.7	3.7	4.1	4.7
FCF/share	2.1	1.6	2.5	2.9	3.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Inexpensive, in our view, trading at 7.4x PE*

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	(2.3)	(26.5)	47.6	12.8	13.4
Net profit (%)	(2.3)	(58.5)	144.7	24.3	23.6
EPS (%)	(2.3)	(58.5)	144.7	24.3	23.6
Normalized profit (%)	(1.9)	(58.5)	160.6	16.9	23.6
Normalized EPS (%)	(1.9)	(58.5)	160.6	16.9	23.6
Dividend payout ratio (%)	64.2	68.7	60.0	60.0	60.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	18.7	15.1	18.7	18.8	19.5
Operating margin (%)	9.5	4.7	9.7	10.3	11.6
EBITDA margin (%)	17.5	15.2	16.9	17.0	17.7
Net margin (%)	10.5	6.3	9.9	10.4	11.5
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.5)
Interest coverage - EBIT (x)	71.0	35.6	135.0	158.1	199.2
Interest coverage - EBITDA (x)	131.3	115.5	235.3	259.9	302.8
ROA - using norm profit (%)	9.7	4.1	10.2	10.9	12.4
ROE - using norm profit (%)	12.7	5.2	13.2	14.5	16.6
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	12.0	5.2	11.8	13.0	15.2
- asset turnover (x)	0.9	0.6	0.9	0.9	1.0
- operating margin (%)	11.9	7.1	11.2	11.8	13.1
- leverage (x)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
- interest burden (%)	98.9	98.2	99.4	99.4	99.6
- tax burden (%)	89.4	90.2	88.8	88.3	87.8
WACC (%)	11.5	11.5	11.5	11.5	11.5
ROIC (%)	13.2	4.9	15.5	19.2	24.9
NOPAT (Bt m)	677	249	750	893	1,134
invested capital (Bt m)	5,112	4,841	4,665	4,550	4,445

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 124 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2110A, ADVA16C2201A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BBL16C2201A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCPG16C2111A, BEC16C2202A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EA16C2201A, EGCO16C2110A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JAS16C2202A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMT16C2110A, JMT16C2201A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2112A, OR16C2112A, OR16C2202A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTL16C2201A, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTT16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016P2112C, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2203A, S5016P2203A, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCC16C2112A, SCC16C2202A, SCGP16C2201A, SCGP16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TU16C2110A, TU16C2111A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASC, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

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

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอติวีณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีควิเบค จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีควิเบค 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

พลังงาน , บีโตร์เคมี, กระจดาษ

จักร เรื่องสินภิญญา

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 บุญนา

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

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

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

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

สิทธิเชษฐ์ 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 จิตกุล

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

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สดภาพ

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

---