

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 12.00

Upside : 14.3%

(From: Bt 11.50)

18 OCTOBER 2021

Small Cap Research

SISB Pcl (SISB TB)

โรงเรียนกลับมาเปิดอีกครั้ง

เราคาดว่า การกลับมาเปิดชั้นเรียนที่โรงเรียนในเดือนพ.ย. จะทำให้ SISB ได้รับรายได้จากค่าอาหารและกิจกรรมหลังเลิกเรียนที่ให้อัตรากำไรสูง และผลักดันให้กำไรเติบโต 32-53% ในปี 2022-23F แม้จะมีการปรับกำไรลงเล็กน้อยในปี 2021-24F จากนักเรียนที่ขอพักการเรียน และความล่าช้าของสาขาใหม่ แต่เรายังคงมองว่า SISB มีปัจจัยพื้นฐานที่แข็งแกร่ง “ซื้อ”



SAKSID PHADTHANARAK

662 – 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

เริ่มกลับมาเรียนที่โรงเรียน

เนื่องจากการผ่อนคลายมาตรการป้องกันโควิด-19 ของรัฐบาล SISB จึงเริ่มที่จะกลับมาเปิดชั้นเรียนที่โรงเรียนใน 4 สาขาของ SISB อิงตามกฎระเบียบ แต่ละโรงเรียนจะต้องขออนุมัติจากหน่วยงานราชการในพื้นที่นั้นๆ สาขาเชียงใหม่ และสุพรรณบุรีได้เริ่มกลับมาเปิดเรียนที่โรงเรียนแล้วในวันที่ 16 ก.ย. 2021 และ 11 ต.ค.2021 ตามลำดับ ในขณะที่สาขาประจวบคีรีขันธ์ และชลบุรี ในกรุงเทพฯ ยังคงรอการอนุมัติ การกลับมาเรียนที่โรงเรียนจะทำให้ SISB มีรายได้จากค่าอาหารและเครื่องดื่มและกิจกรรมหลังเลิกเรียนซึ่งคิดเป็น 15% ของรายได้รวม (รายได้ส่วนนี้หายไปตั้งแต่ 2Q21 หลังจากโรงเรียนถูกปิด และเรียนผ่านระบบออนไลน์เท่านั้นแทน)

ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 12 บาท คงคำแนะนำ “ซื้อ”

แม้เราจะปรับลดประมาณการกำไร 2-8% ในปี 2021-24F แต่เราปรับเพิ่มกำไรขึ้น 1-7% ในปี 2025-32F การปรับลดกำไร เนื่องจากการปรับลดสมมติฐานจำนวนนักเรียนลง 3-10% สำหรับปี 2021-24F เนื่องจากจำนวนนักเรียนที่พักการเรียนในเทอมที่ 1 (ส.ค.2021 ถึง ธ.ค.2021) ที่มากกว่าที่เราคาดไว้ และการเปิดสาขานันทบุรีแห่งใหม่ถูกเลื่อนออกไปหนึ่งปีไปยังเดือนส.ค.2023 แต่อย่างไรก็ตาม ปัจจัยลบนี้ถูกชดเชยด้วยสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นของเราที่เพิ่มขึ้น 0.2-2.5% เป็น 43-57% ในปี 2021-23F (เทียบกับ 50% ใน 1H21 และ 42-43% ในปี 2019-20) ราคาเป้าหมาย (ปี 2022F) ของเราถูกปรับขึ้นเป็น 12 บาท จาก 11.5 บาท/หุ้น และเรายังคงแนะนำ “ซื้อ”

การหยุดพักการเรียนเป็นปัญหาชั่วคราว

เรามองว่าปัญหาการหยุดพักการเรียนของนักเรียนของ SISB เป็นปัญหาชั่วคราว เนื่องจากส่วนใหญ่อยู่ในระดับอนุบาลซึ่งไม่ใช้การศึกษาภาคบังคับ และผู้ปกครองกังวลเกี่ยวกับประสิทธิภาพของการเรียนรู้ผ่านทางออนไลน์สำหรับเด็กเล็กมาก แต่อย่างไรก็ตาม นักเรียนที่ขอพักการเรียนเหล่านี้ยังคงมีเงินสดฝากกับ SISB สำหรับสถานที่ที่ SISB สามารถเริ่มชั้นเรียนในโรงเรียนได้ ดังนั้น เราจึงคาดว่า SISB จะยังคงมีกำไรเติบโตแข็งแกร่งที่ 53% y-y ในปี 2022F และอีก 32% y-y ในปี 2023F โดยได้แรงหนุนจาก 1) การเติบโตของจำนวนนักเรียน 10-13% เนื่องจากนักเรียนที่พักการเรียนเริ่มกลับมาเรียน การดำเนินงานของสาขานันทบุรี เฟส 2 ในเดือนส.ค.2021 และสาขานันทบุรีใหม่ในเดือนส.ค.2023 2) ไม่มีส่วนลดค่าเล่าเรียนอีกต่อไปในปี 2022F และ 3) การปรับขึ้นค่าเล่าเรียน 5% ในปี 2023F

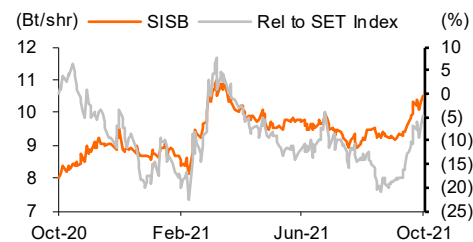
ปัจจัยพื้นฐานยังคงแข็งแกร่ง

เรายังเชื่อว่าปัจจัยพื้นฐานของ SISB นั้นไม่เปลี่ยนแปลง ด้วยมีกลยุทธ์การขยายธุรกิจไปยังชุมชน การรับรู้ถึงแบรนด์ที่แข็งแกร่งซึ่งทำให้ได้ประโยชน์จากแนวโน้มของผู้ปกครองที่ส่งลูกไปโรงเรียนนานาชาติและได้ส่วนแบ่งตลาดมากขึ้นจากโรงเรียนเอกชนทั่วไป และมีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง โดยมี EBITDA margin มากกว่า 30% และสถานะเป็นเงินสดสุทธิ ด้วยแนวโน้มนี้ การซื้อขายที่ PE ที่ 37 เท่า ในปี 2022F และ 28 เท่า ในปี 2023F จึงเป็นระดับที่ยอมรับได้

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	1,048	1,025	1,206	1,439
Net profit	160	177	271	357
Consensus NP	—	193	270	329
Diff frm cons (%)	—	(8.2)	0.4	8.6
Norm profit	175	177	271	357
Prev. Norm profit	—	193	293	363
Chg frm prev (%)	—	(8.3)	(7.8)	(1.7)
Norm EPS (Bt)	0.2	0.2	0.3	0.4
Norm EPS grw (%)	(20.7)	1.1	52.8	32.1
Norm PE (x)	56.3	55.7	36.5	27.6
EV/EBITDA (x)	27.3	26.4	20.0	16.2
P/BV (x)	5.3	5.0	4.6	4.2
Div yield (%)	0.7	0.8	1.2	1.6
ROE (%)	9.5	9.2	13.1	15.8
Net D/E (%)	(49.6)	(35.2)	(40.8)	(41.4)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 18-Oct-21 (Bt)	10.50
Market cap (US\$ m)	294.9
Listed shares (m shares)	940.0
Free float (%)	20.1
Avg daily turnover (US\$ m)	0.1
12M price H/L (Bt)	11.00/8.00
Sector	Professional services
Major shareholder	Mr. Yew Hook Koh 32.8%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

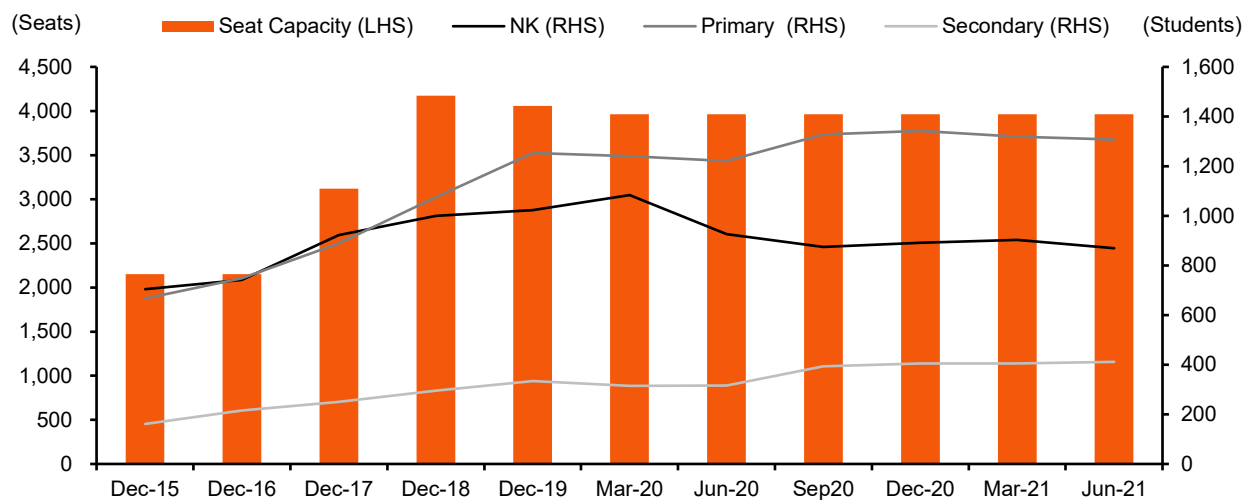
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: Key Assumption Changes

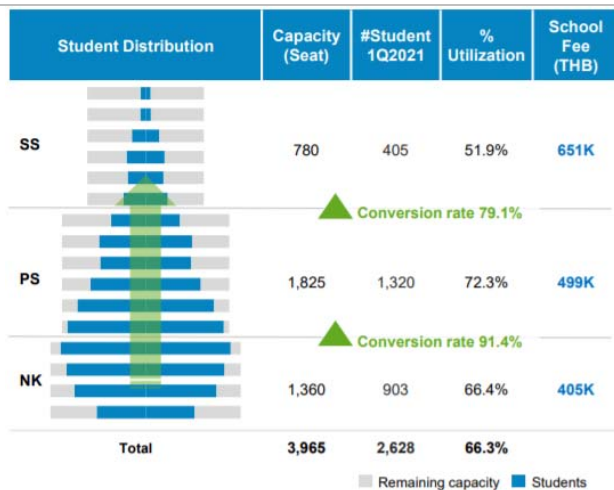
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Number of students (students)					
New	2,611	2,638	2,520	2,769	3,137
Old			2,660	3,079	3,297
Change (%)			(5.3)	(10.1)	(4.9)
Capacity (seats)					
New	4,060	3,965	4,565	4,565	5,565
Old			4,565	5,565	5,565
Change (%)			-	(18.0)	-
Gross margin (%)					
New	42.1	42.7	45.0	46.2	47.1
Old			42.5	45.5	46.9
Change (pp)			2.5	0.7	0.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: SISB's Student Breakdown By Education Level And Seat Capacity

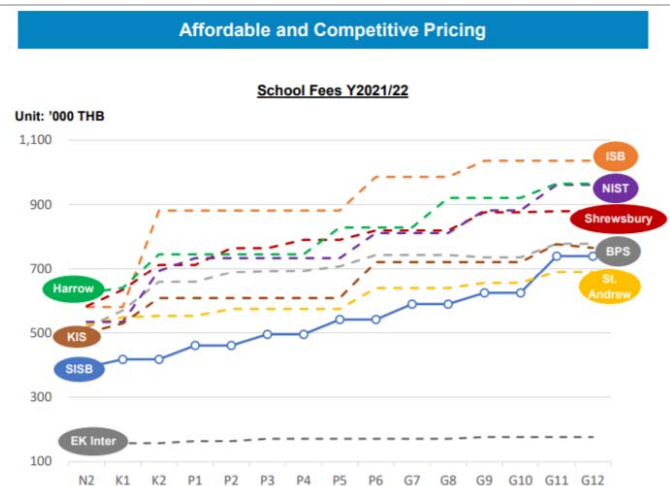
Source: Company data

Ex 3: SISB's Student Distribution



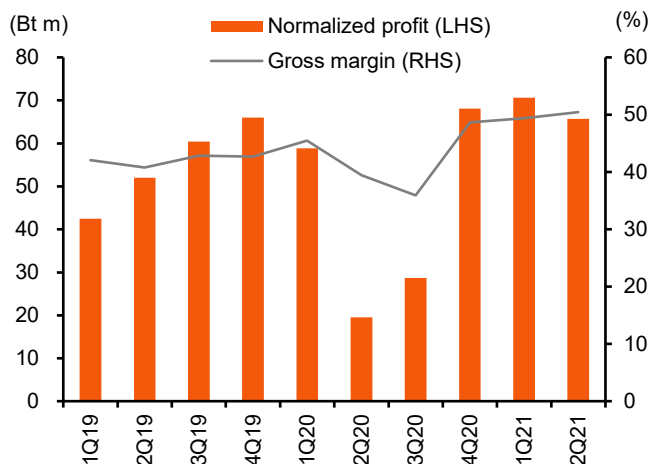
Source: Company data

Ex 4: Tuition Fee Comparison



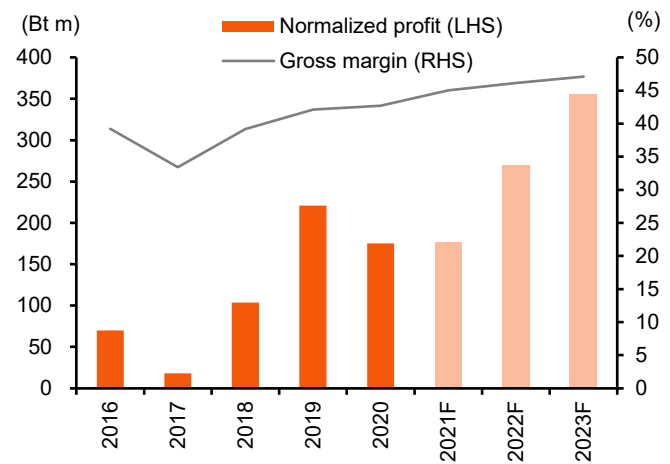
Source: Company data

Ex 5: SISB's Quarterly Earnings Vs. Gross Margin



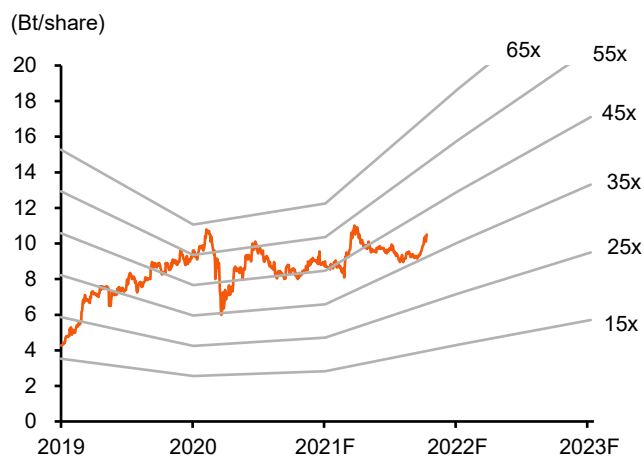
Source: Company data

Ex 6: SISB's Yearly Earnings Vs. Gross Margin



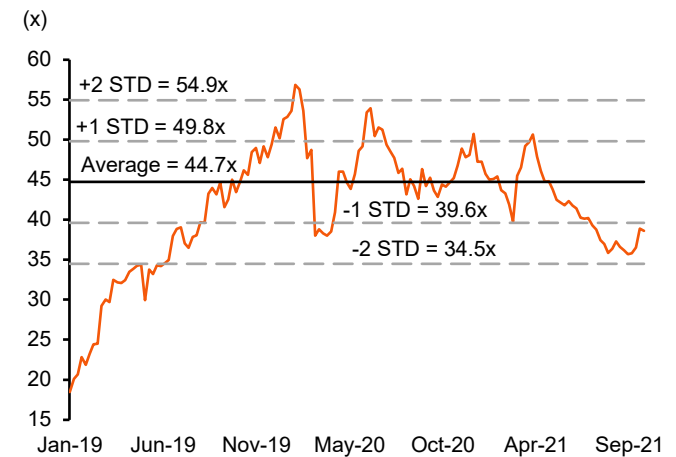
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: SISB's PE Band



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 8: SISB's PE Standard Deviation



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 9: 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	450	550	650	763	878	1,001	1,137	1,263	1,405	1,559	1,729	—
Free cash flow	244	193	491	601	714	836	770	1,046	1,235	1,387	1,554	18,215
PV of free cash flow	243	160	372	407	440	467	390	481	515	502	508	5,951
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	9.7											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	10,434											
Net debt (2021F)	(697)											
Minority interest	0											
Equity value	11,132											
# of shares (m)	940											
Target price/share (Bt)	12											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 10: 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 (%)
Beijing Kaiwen Edu.	002659 CH	China	na	na	na	31.8	1.0	0.9	25.6	13.0	na	na
NIIT Ltd	NIIT IN	India	19.4	22.1	26.3	21.5	3.2	2.9	14.0	12.0	1.7	2.0
Huali University Group	1756 HK	Hong Kong	(4.9)	23.5	4.3	3.5	0.5	0.4	5.9	4.9	9.1	11.2
China New Higher Edu.	2001 HK	Hong Kong	31.3	17.7	9.6	7.3	2.0	1.7	8.0	6.5	3.0	4.0
Minsheng Education	1569 HK	Hong Kong	289.7	25.7	6.7	5.3	0.9	0.8	3.7	3.2	3.9	5.0
SISB Pcl	SISB TB	Thailand	1.0	52.8	55.7	36.5	5.0	4.6	26.4	20.0	0.8	1.2
Average			67.3	28.4	20.5	17.7	2.1	1.9	13.9	9.9	3.7	4.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 18-Oct-2021 closing prices

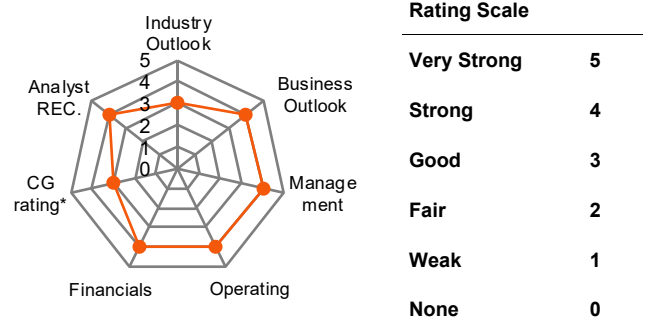
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เอสไอเอสบี จำกัด (มหาชน) (SISB) ให้บริการด้านการศึกษาในประเทศไทย โรงเรียนเปิดสอนวิชาต่างๆ เช่น ภาษา วิทยาศาสตร์ สังคมศึกษา และคณิตศาสตร์ รวมถึง ดนตรี เต้นรำ ศิลปะ และกีฬา และมีเครือข่ายโรงเรียน 4 แห่ง ในกรุงเทพฯ สมุทรปราการ และเชียงใหม่ และมีนักเรียนมากกว่า 2,600 คน ถือเป็นหนึ่งในกลุ่มโรงเรียนที่ใหญ่ที่สุดแห่งหนึ่งในประเทศไทย

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- การรับรู้และการรับรู้แบรนด์ที่แข็งแกร่ง
- การประหยัดจากขนาดช่วยให้สามารถเสนอค่าเล่าเรียนในระดับกลางและขยายเครือข่ายได้
- มีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง

O — Opportunity

- ความต้องการโรงเรียนนานาชาติในประเทศไทยเพิ่มมากขึ้น
- โอกาสในการขยายตลาดใน AEC
- การกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจ

W — Weakness

- โรงเรียน 3 ใน 4 แห่ง ตั้งอยู่บนที่ดินที่เช่า ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงเกี่ยวกับการต่อสัญญาเช่า
- บุคลากรครูคือกุญแจสู่ความสำเร็จ ดังนั้นการขาดแคลนครูจึงมีความเสี่ยง

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรง
- แนวโน้มสังคมสูงวัย
- กฎหมายและข้อบังคับในการดำเนินธุรกิจโรงเรียน

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	11.23	12.00	7%
Net profit 21F (Bt m)	193	177	-8%
Net profit 22F (Bt m)	270	271	0%
Consensus REC	BUY: 3	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราสำหรับปี 2021F ต่ำกว่าของตลาด 8% ซึ่งน่าจะเป็นผลมาจากเราให้สมมติฐานที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อการเติบโตของจำนวนนักเรียนของ SISB
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด 7% เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อการเติบโตของกำไรในระยะยาว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- สถานการณ์เศรษฐกิจที่อ่อนแอในประเทศไทยอาจทำให้เกิดความเสี่ยงด้านผลตอบแทนจากการเติบโตของนักเรียนและค่าเล่าเรียนของเรา
- วิกฤตโควิด-19 ที่ระบาดต่อเนื่องอาจเป็นความเสี่ยงด้านผลตอบแทนจากการเติบโตของนักเรียนและค่าเล่าเรียนของเรา
- หากบริษัทฯ ไม่สามารถเพิ่มค่าเล่าเรียนเพื่อชดเชยค่าใช้จ่ายครูที่เพิ่มขึ้นได้ จะกระทบต่อสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นของเรา ดังนั้นจะส่งผลต่อคาดการณ์กำไรสุทธิของเรา
- เพื่อปฏิบัติตามกฎระเบียบที่เข้มงวดของรัฐบาล บริษัทฯ อาจต้องเสียค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมซึ่งจะกระทบต่อสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้น และคาดการณ์กำไรสุทธิของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	1,095	1,048	1,025	1,206	1,439
Cost of sales	634	601	564	649	767
Gross profit	461	447	462	557	672
% gross margin	42.1%	42.7%	45.0%	46.2%	46.7%
Selling & administration expenses	272	276	277	289	324
Operating profit	189	172	185	267	348
% operating margin	17.3%	16.4%	18.0%	22.2%	24.2%
Depreciation & amortization	126	156	162	183	202
EBITDA	316	328	347	450	550
% EBITDA margin	28.8%	31.3%	33.8%	37.3%	38.2%
Non-operating income	34	28	16	26	32
Non-operating expenses	(1)	(0)	0	0	0
Interest expense	(3)	(26)	(24)	(22)	(21)
Pre-tax profit	220	174	177	271	359
Income tax	2	(1)	2	3	4
After-tax profit	217	175	175	269	355
% net margin	19.9%	16.7%	17.1%	22.3%	24.7%
Shares in affiliates' Earnings	3	1	2	2	2
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	(15)	0	0	0
NET PROFIT	221	160	177	271	357
Normalized profit	221	175	177	271	357
EPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4

After COVID-19 subsides,
we expect SISB's
earnings to turn around
strongly from 2022F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	1,172	1,098	867	1,053	1,153
Cash & cash equivalent	1,096	1,008	780	950	1,030
Account receivables	56	77	75	88	105
Inventories	8	7	7	8	9
Others	11	6	6	7	9
Investments & loans	54	54	54	54	54
Net fixed assets	1,419	1,556	1,794	1,812	1,960
Other assets	56	458	462	467	472
Total assets	2,701	3,166	3,178	3,386	3,639
LIABILITIES:					
Current liabilities:	571	626	621	631	641
Account payables	41	77	72	83	98
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	19	17	19	17	11
Others current liabilities	511	532	530	531	532
Total LT debt	58	60	64	57	39
Others LT liabilities	253	604	515	550	594
Total liabilities	882	1,289	1,200	1,238	1,274
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	470	470	470	470	470
Share premium	1,128	1,128	1,128	1,128	1,128
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
Retained earnings	221	279	381	550	767
Shareholders' equity	1,819	1,877	1,979	2,148	2,365
Liabilities & equity	2,701	3,166	3,178	3,386	3,639

SISB's balance sheet
looks strong and it is in a
net cash position

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	220	174	177	271	359
Tax paid	(2)	(0)	(1)	(3)	(4)
Depreciation & amortization	126	156	162	183	202
Chg In working capital	(6)	16	(3)	(3)	(3)
Chg In other CA & CL / minorities	38	53	1	2	1
Cash flow from operations	376	399	336	450	555
Capex	(160)	(293)	(400)	(200)	(350)
Right of use	0	(348)	(5)	(5)	(5)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(3)	(1)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(7)	255	(88)	35	44
Cash flow from investments	(170)	(386)	(493)	(170)	(311)
Debt financing	6	1	5	(9)	(23)
Capital increase	(49)	0	0	0	0
Dividends paid	0	(94)	(76)	(101)	(141)
Warrants & other surplus	49	(8)	0	0	0
Cash flow from financing	6	(101)	(70)	(110)	(164)
Free cash flow	217	106	(64)	250	205

We factor in Bt950m of capex over 2021-23F for the Thonburi campus's phase 2 and the new Nonthaburi campus

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	44.7	56.3	55.7	36.5	27.6
Normalized PE - at target price (x)	51.1	64.4	63.7	41.7	31.6
PE (x)	44.7	61.7	55.7	36.5	27.6
PE - at target price (x)	51.1	70.5	63.7	41.7	31.6
EV/EBITDA (x)	28.0	27.3	26.4	20.0	16.2
EV/EBITDA - at target price (x)	32.5	31.6	30.5	23.1	18.7
P/BV (x)	5.4	5.3	5.0	4.6	4.2
P/BV - at target price (x)	6.2	6.0	5.7	5.3	4.8
P/CFO (x)	26.2	24.8	29.4	22.0	17.8
Price/sales (x)	9.0	9.4	9.6	8.2	6.9
Dividend yield (%)	1.0	0.7	0.8	1.2	1.6
FCF Yield (%)	2.2	1.1	(0.7)	2.5	2.1
(Bt)					
Normalized EPS	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
EPS	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
DPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
BV/share	1.9	2.0	2.1	2.3	2.5
CFO/share	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
FCF/share	0.2	0.1	(0.1)	0.3	0.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

Given its solid fundamentals, SISB deserves a premium valuation, in our view

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	17.5	(4.3)	(2.2)	17.6	19.3
Net profit (%)	113.4	(27.6)	10.7	52.8	32.1
EPS (%)	113.4	(27.6)	10.7	52.8	32.1
Normalized profit (%)	113.4	(20.7)	1.1	52.8	32.1
Normalized EPS (%)	113.4	(20.7)	1.1	52.8	32.1
Dividend payout ratio (%)	42.6	44.7	45.0	45.0	45.0
Operating performance					
Gross margin (%)	42.1	42.7	45.0	46.2	46.7
Operating margin (%)	17.3	16.4	18.0	22.2	24.2
EBITDA margin (%)	28.8	31.3	33.8	37.3	38.2
Net margin (%)	19.9	16.7	17.1	22.3	24.7
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.6)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
Interest coverage - EBIT (x)	69.7	6.6	7.8	12.3	16.5
Interest coverage - EBITDA (x)	116.1	12.6	14.6	20.8	26.0
ROA - using norm profit (%)	8.6	6.0	5.6	8.2	10.2
ROE - using norm profit (%)	12.9	9.5	9.2	13.1	15.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	12.7	9.4	9.1	13.0	15.7
- asset turnover (x)	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
- operating margin (%)	20.3	19.1	19.6	24.3	26.4
- leverage (x)	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6
- interest burden (%)	98.8	87.0	88.2	92.6	94.4
- tax burden (%)	98.9	100.4	98.9	98.9	98.9
WACC (%)	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7
ROIC (%)	23.9	21.6	19.3	20.6	27.1
NOPAT (Bt m)	187	172	183	264	345
invested capital (Bt m)	799	946	1,281	1,272	1,385

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an “Overweight” sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. “Underweight” is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. “Neutral” is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 113 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, GLOB16C2201A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, INTU16C2201A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMART16C2111A, JMART16C2201A, JMT16C2110A, JMT16C2201A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2112A, OR16C2112A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTL16C2201A, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016P2112C, S5016P2112A, S5016P2112B, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCC16C2112A, SCGP16C2201A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BEC, BGRI, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, 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, TASCO, TOP, TRUE, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทนชนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิซซิ่ง 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 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 ทนชนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมอศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566” ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย พิมพ์ผกา นิजारุณ, 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 ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ พัทธดนย์ บุญนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ตียะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน สรัชดา ศรีทรง 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 ทิพย์มณฑล 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	วารทิพย์ 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 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