

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 24.00

Upside : 17.6%

(From: Bt 22.00)

13 DECEMBER 2021

Small Cap Research

Amata Corporation Pcl (AMATA TB)

แนวโน้มฟื้นตัว

เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” AMATA โดยให้ราคาเป้าหมายสูงขึ้นเป็น 24 บาท เราเห็นการฟื้นตัวของกิจการที่ดินเพื่อขาย การรับรู้รายได้จาก backlog ความต้องการที่ดินใหม่ที่ถูกกักไว้ และรายได้ recurring ที่แตะระดับต่ำสุดแล้ว



RATA LIMSUTHIWANPOOM

662 – 483 8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

คงคำแนะนำ “ซื้อ”

เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” AMATA 1) เราจุดพลิกฟื้น 4 ประการสำหรับการฟื้นตัวของธุรกิจ ได้แก่ ยอดขายที่ดินในเวียดนาม ความต้องการที่ดินในไทยที่ถูกกักไว้หลังโควิดบรรเทาลง การรับรู้รายได้จาก backlog และรายได้ recurring ที่แตะระดับต่ำสุดแล้ว เราคาดว่าปีนี้จะป็นปีที่มีฐานกำไรที่แตะจุดต่ำสุด ด้วยคาดว่าจจะฟื้นตัวอย่างมากที่ 102/19% ในปี 2022-23F 3) เราคาดว่าจจะเริ่มมีรายได้มากขึ้น ซึ่งน่าจะหนุนกระแสเงินสดและทำให้หนี้สินลดลง และ 4) อาจมี upside ต่อราคาเป้าหมายของเราที่สูงขึ้นเป็น 24 บาท ซึ่งเราประเมินอย่างระมัดระวังแล้ว โดยให้ส่วนลดเฉลี่ย 30% แก่มูลค่าที่ดินเปล่า อีกทั้ง AMATA ยังไม่แพง ซื้อขายที่ 2022F P/BV ที่ 1.4 เท่า เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีก่อนเกิดโควิดที่ 1.6 เท่า

จุดพลิกฟื้น

ประการแรก หลังรอที่ดินในเวียดนามซึ่งเป็น FDI ดาวเด่น ของภูมิภาคมานานหลายปี ในที่สุดก็เริ่มเข้ามาผ่านทางบมจ.อมตะ วิีเอ็น (AMATAV, “ขาย”) (ถือหุ้น 73%) และเราคาดว่า presales ที่ดินอยู่ที่ 397/438/500 ไร่ ในปี 2021-23F เทียบกับไม่มีเลยในปี 2019-20 อย่างไรก็ดีเราเลือกที่จะเล่นประเด็นนี้ผ่านบริษัทแม่ AMATA **ประการที่สอง** เราคาดว่าความต้องการที่ถูกกักไว้จะทำให้ presales ที่ดินในไทยฟื้นตัวมาอยู่ที่ 410/500/700 ไร่ ในปี 2021-23F เทียบกับ 648/212 ไร่ ในปี 2019-20 **ประการที่สาม** ความล่าช้าในการโอนที่ดินในช่วงโควิดจำนวน 917 ไร่ หรือมูลค่า backlog ที่ 5.8 พันลบ. จะกลายเป็นรายได้ในปี 2022-23F **ประการที่สี่** เราคาดว่ารายได้ประจำ (recurring) จากการดำเนินงานจะฟื้นตัวเป็น 1.6/1.7 พันลบ. ในปี 2021-22F (น้ำ, ไฟฟ้า, ค่าเช่า และบริการอื่นๆ) หลังจากที่ดินลดลงเหลือ 1.7/1.5 พันลบ. ในปี 2019-20 จากผลของโควิด

ฮาลองช่วยให้รอดในเวียดนาม

ธุรกิจเวียดนามของ AMATA ผ่าน AMATAV สะดุดมาอย่างยาวนานโดยนิคมอุตสาหกรรม (IE) อายุ 27 ปีแห่งแรกของบริษัทฯ ไม่มีที่ดินมาหลายปี ขณะที่นิคมอุตสาหกรรมลงถันซึ่งเป็นนิคมอุตสาหกรรมแห่งที่สองที่นั่นใช้เวลาหลายปีกว่าที่จะได้รับมอบที่ดิน Exhibit 5 แสดงให้เห็นถึงการขายที่ดินในเวียดนาม AMATAV ลงทุนในนิคมอุตสาหกรรมแห่งที่สามซึ่งคือ ฮาลองตั้งแต่ปี 2018 ที่ดินของฮาลองได้รับการส่งมอบเร็วกว่าที่เราคาดไว้และได้รับ 500 ไร่ต่อปี ในปี 2019/21 โดยขายให้ลูกค้ารายแรกรวม 322 ไร่ใน 9M21 เราคาดว่า AMATAV จะบรรลุเป้าหมายยอดขายที่ดินของบริษัทฯ ที่ 400 ไร่ในปี 2022 ได้

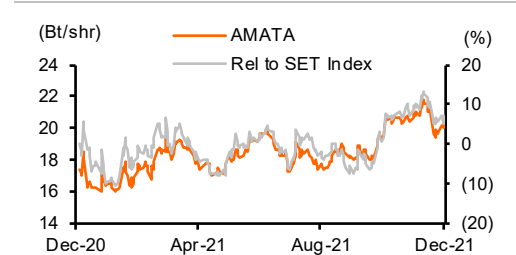
ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 24 บาท

เราปรับลดประมาณการ EPS ลง 31% ในปีนี้จากต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้น และการระบาดของโควิดหลายระลอกซึ่งส่งผลกระทบต่อธุรกิจของบริษัทฯ แต่เราปรับกำไรปี 2022-23F ขึ้น 6/20% ในปี 2022-23F สำหรับราคาเป้าหมายของเรา เราปรับเพิ่มเป็น 24 บาท (จาก 22 บาท) เนื่องจากเรา รวมทั้งดินเปล่าในเวียดนามที่มากขึ้น และรวมโครงการโรงไฟฟ้าทดแทนด้วย โปรดดูรายละเอียดราคาเป้าหมาย SOTP ใน Exhibit 11 และ 12

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	4,202	4,036	6,635	8,074
Net profit	1,103	737	1,490	1,778
Consensus NP	—	1,141	1,542	1,797
Diff frm cons (%)	—	(35.4)	(3.4)	(1.1)
Norm profit	1,153	737	1,490	1,778
Prev. Norm profit	—	1,074	1,402	1,482
Chg frm prev (%)	—	(31.4)	6.3	20.0
Norm EPS (Bt)	1.0	0.6	1.3	1.5
Norm EPS grw (%)	(41.2)	(38.3)	102.2	19.3
Norm PE (x)	19.6	31.8	15.7	13.2
EV/EBITDA (x)	21.4	24.4	13.8	11.1
P/BV (x)	1.5	1.5	1.4	1.3
Div yield (%)	1.0	1.3	2.5	3.0
ROE (%)	7.8	4.6	9.0	10.0
Net D/E (%)	70.4	63.4	49.2	36.6

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 13-Dec-21 (Bt)	20.40
Market Cap (US\$ m)	702.2
Listed Shares (m shares)	1,150.0
Free Float (%)	73.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	7.0
12M Price H/L (Bt)	21.80/16.00
Sector	Industrial Estate
Major Shareholder	Kromadit family 26.2%

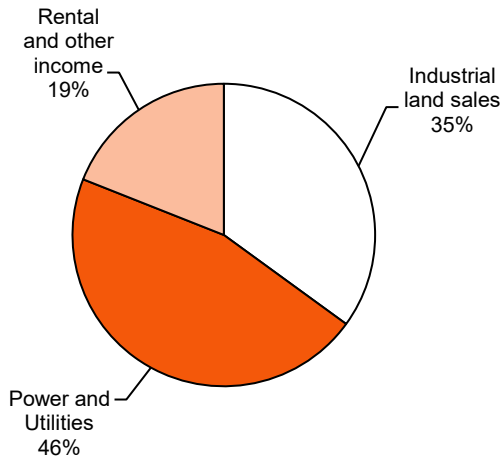
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

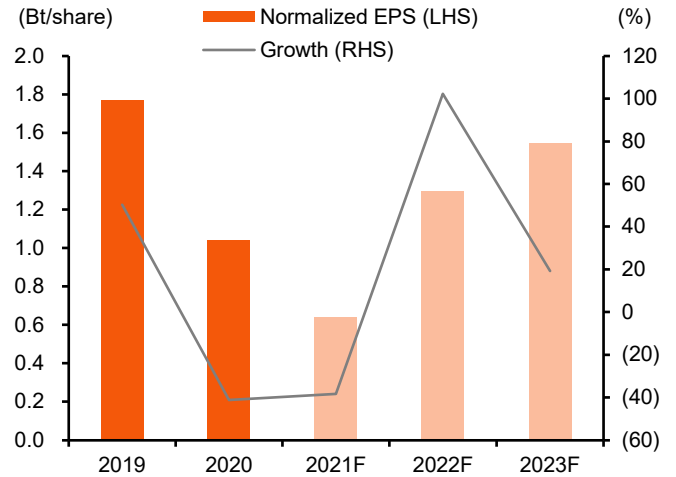


Ex 1: 2022F Operating Profit Breakdown



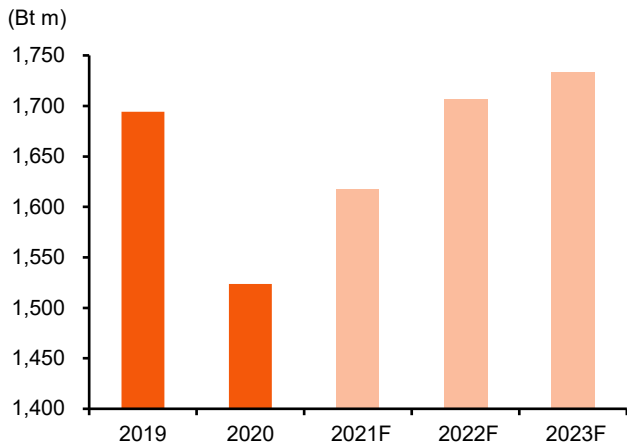
Source: Thanachart estimates
 Note: power business is an equity investment

Ex 2: Normalized EPS Forecasts



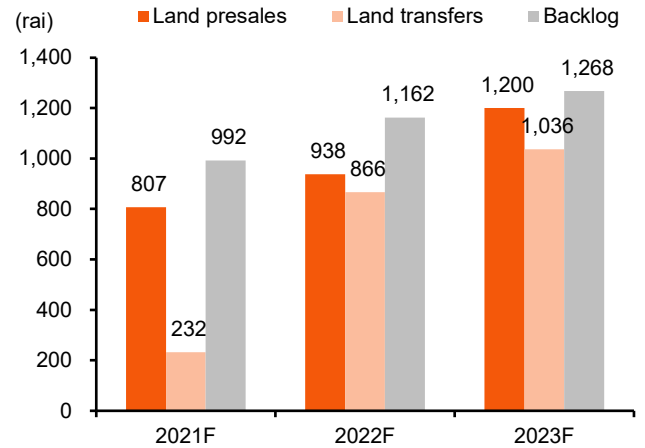
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Recurring Operating Income



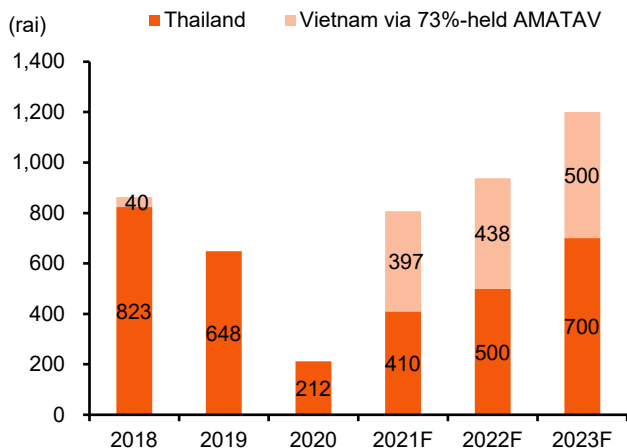
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Land Sales Forecasts



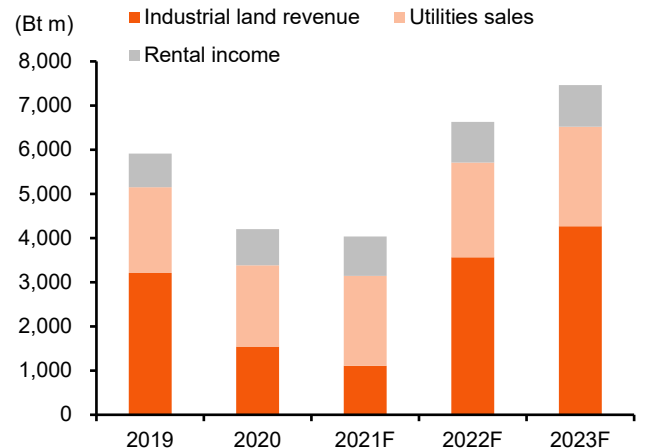
Source: Thanachart estimates

Ex 5: Land Pre-sales Forecasts By Location



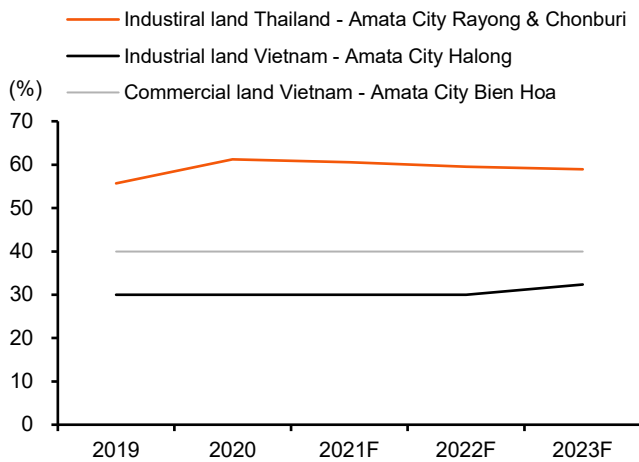
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Revenue Forecasts



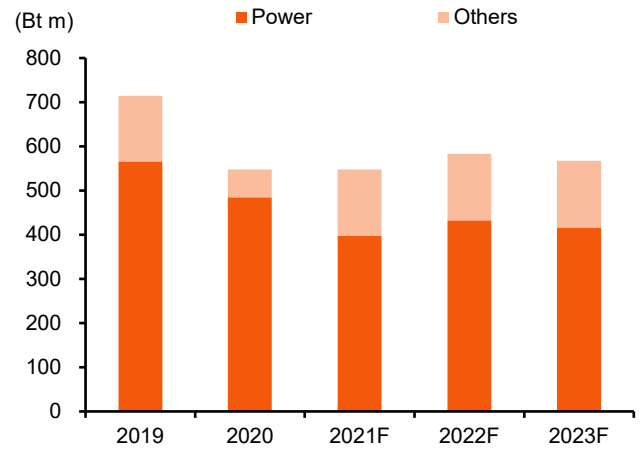
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Gross Profit Margin Forecasts



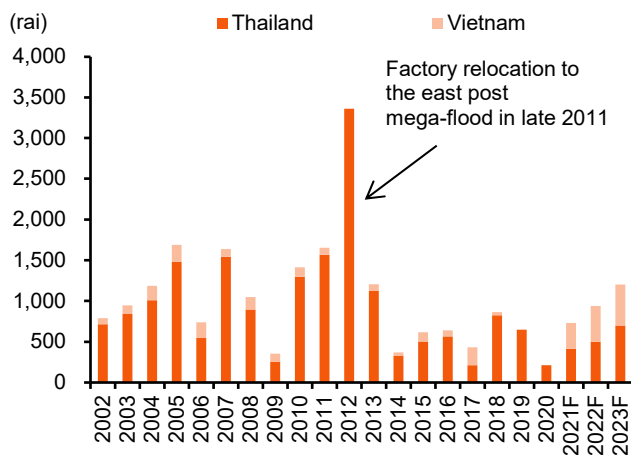
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Equity Income



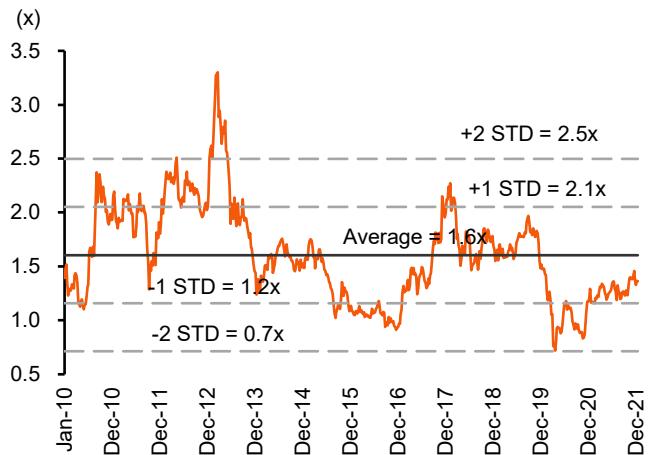
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: AMATA's Land Presales



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Share Price Trades Below Average P/BV



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 11: Our NAV-Derived SOTP-Based TP Upgrade

	New		Old	
	Equity value (Bt/share)	SOTP (%)	Equity value (Bt/share)	SOTP (%)
Thailand operations	20.0	83%	19.0	91%
Industrial estates	11.6	48%	11.4	53%
Power and utilities	6.1	25%	5.3	27%
Rental factories/other assets	1.9	8%	1.9	9%
REIT investment	0.4	2%	0.4	2%
Vietnam operations	4.0	17%	3.0	9%
Total	24.0	100%	22.0	100%

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: Our NAV-Derived SOTP-Based TP For AMATA

	Sellable area		Selling price/rai	Land cost/rai	NAV	
	Developed	Raw land			Developed land*	Undeveloped land*
	(rai)	(rai)	(Bt m/rai)	(Bt m/rai)	(Bt m)	(Bt m)
Thailand						
Amata City Chonburi	598	8,411	11.0	1.3	4,605	10,934
Amata City Rayong	1,230	806	4.5	0.55	3,875	443
Total	1,828	9,217			8,479	11,378
Total landbank value						19,857
Power (294MW equity-owned)						7,716
Water @ 8x PE						2,776
AMATAR (REIT) - 17% stake						749
Fixed assets (rental factory business, investments in associates and other fixed assets @ 50% discount)						3,281
Total assets						34,379
Less: Net debt (ending 2021F)						8,327
Less: Minority interest (ending 2021F)						3,103
Equity value						22,949
Equity value/share (Bt)						20.0
Vietnam						
Amata Bien Hoa Commercial Complex	75	0	24.8	1.5	1,488	0
Amata City Long Thanh IP	125	1,669	8.9	2.3	670	4,208
Amata City Halong IP	2800	0	4.0	0.8	7,777	539
Total	3,000	1,669			9,935	4,208
Total landbank value						14,143
Fixed assets (rental factory business, other fixed assets @ 50% discount)						346
Investments in associates in power business (16% stake- @ 50% discount)						72
Total assets						14,561
Less: Net debt (ending 2021F)						7,815
Less: Minority interest (ending 2021F)						366
Equity value						6,380
Equity value/share (Bt)						4.0
AMATA						24.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

* For developed land, we apply 30% discount to Thai's estates, 30% to Vietnam's Halong estate, 40% to Vietnam's Long Thanh estate and 20% for Vietnam's commercial land at Bien Hoa, while we value land bank at cost.

Ex 13: Our Key Assumption Changes

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Presales of industrial land (rai)					
New					
Thailand	648	212	410	500	700
Vietnam	0	0	322	438	500
Total	648	212	732	938	1,200
Old					
Thailand	648	212	200	500	700
Vietnam	0	0	375	438	500
Total	648	212	575	938	1,200
Industrial land revenue (Bt m)					
New					
Thailand	3,148	1,541	844	2,044	2,342
Vietnam	62	0	267	1,522	2,534
Total	3,210	1,541	1,110	3,565	4,876
Old					
Thailand	3,148	1,541	843	1,759	2,228
Vietnam	62	0	887	1,317	1,758
Total	3,210	1,541	1,730	3,076	3,985
Vietnam commercial land					
Presales (rai)	0	0	75	0	0
Revenue (Bt m)	0	0	0	0	605
Gross margin (%)	0	0	0	0	40
Normalized profit contribution from Vietnam business via AMATAV with a 73% stake (Bt m)					
New	105	12	29	209	391
Old	105	12	133	200	271
<i>Change (%)</i>	<i>0.0</i>	<i>0.0</i>	<i>(78.1)</i>	<i>4.6</i>	<i>44.1</i>
Normalized profit (Bt m)					
New	1,742	1,103	737	1,490	1,778
Old	1,887	1,153	1,074	1,402	1,482
<i>Change (%)</i>	<i>(7.7)</i>	<i>(4.3)</i>	<i>(31.4)</i>	<i>6.3</i>	<i>20.0</i>

Sources: Company, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 14: 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 (%)
Sembcorp Industri	SCI SP	Singapore	96.4	42.7	12.8	9.0	1.0	0.9	9.4	8.8	2.4	3.2
Bekasi Fajar Industrial Estate	BEST IJ	Indonesia	14.3	61.0	na	na	0.3	0.3	101.5	19.4	0.5	0.1
Alam Sutera Realty	ASRI IJ	Indonesia	na	23.4	10.6	8.6	0.4	0.4	8.1	7.5	na	na
Bumi Serpong Damai	BSDE IJ	Indonesia	422.9	16.7	14.2	12.2	0.6	0.6	8.5	7.8	0.3	0.7
Ciputra Development	CTRA IJ	Indonesia	10.0	(3.1)	13.6	14.0	1.2	1.1	8.3	8.7	0.8	1.1
Lippo Karawaci	LPKR IJ	Indonesia	98.1	na	na	112.5	0.5	0.5	8.5	9.4	0.0	0.0
Pakuwon Jati	PWON IJ	Indonesia	35.9	28.8	18.7	14.5	1.5	1.4	10.6	9.5	0.6	0.8
Summarecon Agung	SMRA IJ	Indonesia	58.7	54.9	47.6	30.7	1.8	1.7	13.6	12.3	0.2	0.4
Surya Semesta	SSIA IJ	Indonesia	(12.5)	na	na	95.3	0.6	0.6	12.6	7.3	0.0	0.0
Amata Corporation *	AMATA TB	Thailand	(38.3)	102.2	31.8	15.7	1.5	1.4	24.4	13.8	1.3	2.5
Amata VN *	AMATAV TB	Thailand	153.9	615.8	180.8	25.3	2.2	2.0	33.6	16.3	1.3	1.6
Frasers Property *,**	FPT TB	Thailand	57.3	26.3	11.2	8.9	0.8	0.7	15.9	13.5	3.6	4.5
WHA Corp PCL *	WHA TB	Thailand	9.6	34.9	19.2	14.3	1.9	1.7	25.3	20.5	2.1	2.8
Average			75.5	91.2	36.1	30.1	1.1	1.0	21.6	11.9	1.1	1.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

** FPT's fiscal year ends in September

Based on 13-Dec-21 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท อมตะ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) เป็นผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อขายให้แก่ผู้ประกอบการอุตสาหกรรม บริษัทฯ ซื้อที่ดิน และพัฒนาสาธารณูปโภค และสิ่งอำนวยความสะดวกที่จำเป็น พร้อมสำหรับการดำเนินงานอุตสาหกรรม AMATA มีนิคมอุตสาหกรรม 2 แห่งในประเทศไทย คือ อมตะนคร จังหวัดชลบุรี และอมตะซิตี้ จังหวัดระยอง และมีนิคมอุตสาหกรรม 1 แห่งในประเทศเวียดนาม และมีเป้าจะเปิดอีก 2 นิคม

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีทำเลที่ตั้งดี โดยอมตะนคร อยู่ห่างจากท่าอากาศยานสุวรรณภูมิ 42 กม. และอมตะซิตี้ อยู่ห่างจากท่าเรือน้ำลึกแหลมฉบัง 27 กม.
- ดำเนินงานในตลาดที่มีผู้เล่นน้อยราย
- มีที่ดินพร้อมขายจำนวนมาก

O — Opportunity

- เราเชื่อว่าโครงการ EEC จะดึงดูดเม็ดเงินลงทุนเข้ามาประเทศไทยเพิ่มจำนวนมาก ทำให้เกิดวงจรยอดขายที่ดินรอบใหม่ในอีกสองปี โดยราคาที่ดินน่าจะขึ้นได้ก่อน
- มีโอกาสขยายตัวไปยังธุรกิจที่เกี่ยวข้อง เช่น ธุรกิจให้เช่าสาธารณูปโภค และโรงไฟฟ้า

CONSENSUS COMPARISON

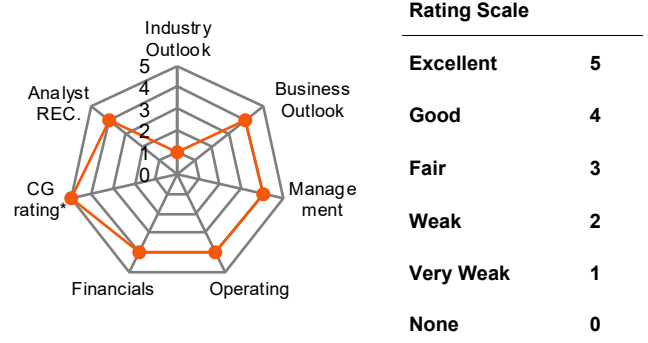
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	22.11	24.00	9%
Net profit 21F (Bt m)	1,141	737	-35%
Net profit 22F (Bt m)	1,542	1,490	-3%
Consensus REC	BUY: 11	HOLD: 2	SELL: 3

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราในปี 2021-22F ต่ำกว่าตลาด เนื่องจากเราให้สมมติฐานยอดขายที่ดินที่ระมัดระวังมากขึ้น
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด 9% เพราะเราประเมินมูลค่าพื้นฐานของสินทรัพย์ที่มีอยู่ของบริษัทฯ ด้วยวิธี NAV

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- กำไรขึ้นอยู่กับยอดขายที่ดินอย่างมาก ซึ่งเป็นสาเหตุให้กำไรมีความผันผวนสูง
- เป็นธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนสูง
- ธุรกิจมีการกระจายความเสี่ยงน้อยกว่าคู่แข่ง

T — Threat

- มีความอ่อนไหวต่อภาวะเศรษฐกิจสูง
- เศรษฐกิจทั่วโลกอ่อนแอ

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากแรงจูงใจในการลงทุนใหม่ไม่สามารถดึงดูดนักลงทุนได้ เราจะเห็นความเสี่ยงต่อสมมติฐานการขายที่ดินของเรา
- ภาวะเศรษฐกิจในประเทศหรือทั่วโลกตกต่ำอาจก่อให้เกิดความเสี่ยงด้านลบต่อสมมติฐานการขายที่ดินของเรา
- เราเห็นความเสี่ยงต่อกำไรของเราหาก AMATAV ไม่สามารถขายหรือโอนที่ดินได้ตามคาด
- หากเศรษฐกิจของเวียดนามเติบโตช้ากว่าระดับที่เราคาดไว้ในปัจจุบัน อาจมีความเสี่ยงต่อกำไรระยะยาวของ AMATAV ซึ่งส่งผลต่อผลกำไรของ AMATA

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	5,914	4,202	4,036	6,635	8,074
Cost of sales	2,917	2,066	2,134	3,587	4,446
Gross profit	2,997	2,136	1,902	3,048	3,628
% gross margin	50.7%	50.8%	47.1%	45.9%	44.9%
Selling & administration expenses	1,053	815	818	1,001	1,197
Operating profit	1,944	1,321	1,084	2,047	2,431
% operating margin	32.9%	31.4%	26.9%	30.8%	30.1%
Depreciation & amortization	311	355	387	409	430
EBITDA	2,254	1,676	1,471	2,456	2,861
% EBITDA margin	38.1%	39.9%	36.5%	37.0%	35.4%
Non-operating income	319	177	96	96	96
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(330)	(436)	(488)	(484)	(437)
Pre-tax profit	1,932	1,062	691	1,659	2,090
Income tax	314	164	138	265	334
After-tax profit	1,618	899	553	1,394	1,755
% net margin	27.4%	21.4%	13.7%	21.0%	21.7%
Shares in affiliates' Earnings	715	552	548	584	568
Minority interests	(446)	(298)	(364)	(487)	(545)
Extraordinary items	(145)	(49)	0	0	0
NET PROFIT	1,742	1,103	737	1,490	1,778
Normalized profit	1,887	1,153	737	1,490	1,778
EPS (Bt)	1.6	1.0	0.6	1.3	1.5
Normalized EPS (Bt)	1.8	1.0	0.6	1.3	1.5

Operational turnaround

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	10,221	10,321	10,551	11,392	11,675
Cash & cash equivalent	2,285	2,386	2,400	2,400	2,400
Account receivables	573	398	387	818	885
Inventories	7,204	7,416	7,648	7,983	8,158
Others	159	121	116	191	232
Investments & loans	4,424	4,574	4,574	4,574	4,574
Net fixed assets	7,280	7,037	7,398	7,742	8,266
Other assets	14,473	18,554	20,155	20,623	20,803
Total assets	36,397	40,486	42,678	44,330	45,318
LIABILITIES:					
Current liabilities:	5,179	4,174	4,827	5,606	5,845
Account payables	683	548	567	953	1,182
Bank overdraft & ST loans	851	305	889	767	645
Current LT debt	2,144	1,894	2,228	1,923	1,617
Others current liabilities	1,501	1,427	1,143	1,962	2,401
Total LT debt	10,443	13,386	11,696	10,098	8,489
Others LT liabilities	3,798	4,173	6,564	7,502	8,192
Total liabilities	19,421	21,733	23,087	23,206	22,525
Minority interest	2,922	3,104	3,469	3,956	4,501
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,067	1,150	1,150	1,150	1,150
Share premium	174	1,070	1,070	1,070	1,070
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	101	(14)	(14)	(14)	(14)
Retained earnings	12,713	13,443	13,917	14,962	16,086
Shareholders' equity	14,055	15,648	16,123	17,168	18,292
Liabilities & equity	36,397	40,486	42,678	44,330	45,318

Due to the nature of its business, it carries huge land inventory for sale

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	1,932	1,062	691	1,659	2,090
Tax paid	(251)	(229)	(131)	(215)	(298)
Depreciation & amortization	311	355	387	409	430
Chg In working capital	533	(173)	(202)	(380)	(14)
Chg In other CA & CL / minorities	390	353	140	1,223	881
Cash flow from operations	2,916	1,369	886	2,697	3,089
Capex	(791)	(77)	(700)	(700)	(900)
Right of use	0	(264)	(300)	(50)	(50)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(621)	(149)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(2,318)	(2,939)	703	522	553
Cash flow from investments	(3,730)	(3,429)	(297)	(228)	(397)
Debt financing	1,696	2,132	(773)	(2,024)	(2,038)
Capital increase	0	979	0	0	0
Dividends paid	(395)	(373)	(262)	(445)	(654)
Warrants & other surplus	(260)	(116)	0	0	0
Cash flow from financing	1,041	2,622	(1,035)	(2,469)	(2,692)
Free cash flow	2,125	1,292	186	1,997	2,189

Share price trades below average P/BV

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	11.5	19.6	31.8	15.7	13.2
Normalized PE - at target price (x)	13.6	23.1	37.4	18.5	15.5
PE (x)	12.5	20.5	31.8	15.7	13.2
PE - at target price (x)	14.7	24.1	37.4	18.5	15.5
EV/EBITDA (x)	14.6	21.4	24.4	13.8	11.1
EV/EBITDA - at target price (x)	16.3	23.8	27.2	15.5	12.6
P/BV (x)	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3
P/BV - at target price (x)	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5
P/CFO (x)	7.5	16.5	26.5	8.7	7.6
Price/sales (x)	4.0	5.6	5.8	3.5	2.9
Dividend yield (%)	1.0	1.0	1.3	2.5	3.0
FCF Yield (%)	9.8	5.7	0.8	8.5	9.3
(Bt)					
Normalized EPS	1.8	1.0	0.6	1.3	1.5
EPS	1.6	1.0	0.6	1.3	1.5
DPS	0.2	0.2	0.3	0.5	0.6
BV/share	13.2	13.6	14.0	14.9	15.9
CFO/share	2.7	1.2	0.8	2.3	2.7
FCF/share	2.0	1.2	0.2	1.7	1.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	35.8	(28.9)	(4.0)	64.4	21.7
Net profit (%)	71.1	(36.7)	(33.2)	102.2	19.3
EPS (%)	71.1	(39.1)	(35.6)	102.2	19.3
Normalized profit (%)	50.2	(38.9)	(36.1)	102.2	19.3
Normalized EPS (%)	50.2	(41.2)	(38.3)	102.2	19.3
Dividend payout ratio (%)	12.2	20.8	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	50.7	50.8	47.1	45.9	44.9
Operating margin (%)	32.9	31.4	26.9	30.8	30.1
EBITDA margin (%)	38.1	39.9	36.5	37.0	35.4
Net margin (%)	27.4	21.4	13.7	21.0	21.7
D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.8	0.8	0.6	0.5
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.7	0.6	0.5	0.4
Interest coverage - EBIT (x)	5.9	3.0	2.2	4.2	5.6
Interest coverage - EBITDA (x)	6.8	3.8	3.0	5.1	6.5
ROA - using norm profit (%)	5.4	3.0	1.8	3.4	4.0
ROE - using norm profit (%)	14.0	7.8	4.6	9.0	10.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	12.0	6.1	3.5	8.4	9.9
- asset turnover (x)	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
- operating margin (%)	38.3	35.7	29.2	32.3	31.3
- leverage (x)	2.6	2.6	2.6	2.6	2.5
- interest burden (%)	85.4	70.9	58.6	77.4	82.7
- tax burden (%)	83.7	84.6	80.0	84.0	84.0
WACC (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROIC (%)	7.2	4.4	3.0	6.0	7.4
NOPAT (Bt m)	1,628	1,117	867	1,719	2,042
invested capital (Bt m)	25,208	28,848	28,535	27,556	26,643

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 129 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C22112A, AOT16C2204A, AOT16C22112A, AOT16C2202A, BAM16C22112A, BANP16C22112A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2204A, BBL16C2201A, BBL16C2203A, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BGRI16C22112A, CBG16C2204A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C22112A, CHG16C2202A, COM716C22112A, COM716C2203A, CPAL16C22112A, CPAL16C2203A, CPF16C22112A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C22112A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C22112A, DOHO16C2202A, DTAC16C22112A, EA16C2201A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C22112A, GULF16C2202A, GUNK16C22112A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C22112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C22112A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2201A, KTC16C22112A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C22112A, MINT16C22112A, MINT16C2203A, MTC16C2204A, MTC16C22112A, MTC16C2202A, OR16C22112A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C22112A, PTT16C2201A, PTT16C2203A, PTTE16C22112A, PTTE16C2203A, RBF16C22112A, RBF16C2202A, RS16C22112A, RS16C2201A, S5016C22112A, S5016C22112B, S5016C22112C, S5016C22112D, S5016C2203A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112C, S5016P2112D, S5016P2203A, SAWA16C2204A, SAWA16C22112A, SAWA16C2202A, SCB16C22112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C22112A, SCC16C2201A, SCGP16C2201A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2203A, STA16C22112A, STA16C2201A, STEC16C2201A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C22112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TU16C2204A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASC, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัททูธนชาติ 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)

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

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ 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 สหกลีควิเบเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีควิเบเมนท์ 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, กระดาษ
จักร เรื่องสิทธิปัญญา
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, เติมน้ำมัน
พัทธดนย์ บุณนาค
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
สรัชชา 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 ผู้พิพัฒนศิริกุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

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

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
naripom.kla@thanachartsec.co.th

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

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

นักวิเคราะห์, แพล

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

Data Support Team

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

เกษมรัตน์ จิตกุลศล
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 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