

BUY (Unchanged)

TP: Bt 25.00

(From: Bt 24.00)

Change in Numbers

Upside : 19.0%

20 JANUARY 2022

Amata Corporation Pcl (AMATA TB)

เริ่มพลิกฟื้น

AMATA ได้ประโยชน์จากนิคมอุตสาหกรรมในไทยและเวียดนามที่ฟื้นตัวดีกว่าคาด แม้ต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้นจะส่งผลกระทบต่อถาวรลงทุนในโรงไฟฟ้าในปีนี้ แต่หลังเราปรับประมาณการกำไร เราคาดว่า EPS จะเติบโต 72/41% ในปี 2022-23F คงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 25.0 บาท



RATA LIMSUTHIWANPOOM

662 - 483 8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ปรับประมาณการ

เราปรับประมาณการกำไรของเราสำหรับ AMATA รว +9/-8/+9/+12% ในปี 2021-24F สะท้อน 1) ผลการดำเนินงาน 4Q21F ที่แข็งแกร่งกว่าที่คาด และแนวโน้มการฟื้นตัวที่เร็วกว่าคาดของนิคมอุตสาหกรรม (IE) ในไทย 2) การลดลงของส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจไฟฟ้าจากต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้นซึ่งหลังปรับประมาณการ เราคาดว่ากำไรจะเติบโต 72/41/16% ในปี 2022-24F การฟื้นตัวอย่างมากในปี 2022F ยังเป็นผลมาจากฐานที่ต่ำในปี 2021F ซึ่งได้รับผลกระทบจากโควิดอีกด้วย ราคาเป้าหมายของเราถูกปรับขึ้นเป็น 25 บาท (จาก 24 บาท) ราคาเป้าหมายของเราได้รับการประเมินอย่างระมัดระวัง โดยให้ส่วนลดเฉลี่ย 30% แก่ราคาที่ดินที่พัฒนาแล้ว และให้มูลค่าที่ดินเปล่าที่มีมูลค่าตามราคาทุน

แนวโน้มการฟื้นตัวดี

AMATA ได้ประโยชน์จากแนวโน้มการฟื้นตัวที่แข็งแกร่งของยอด presales ของ IE ซึ่งเราคาดว่าอยู่ที่ 1,088/1,250/1,250 ไร่ ในปี 2022-24F สิ่งที่ทำให้เกิดความคาดหมายของเราเกิดขึ้นใน 4Q21F ซึ่งมียอด presales เข้ามาที่ 304 ไร่ ทำให้ในปี 2021F presales อยู่ที่ 885 ไร่ เทียบกับ 212 ไร่ ในปี 2020 ยอด presales เฉลี่ย 5 ปีก่อนเกิดโควิดของบริษัทอยู่ที่ 640 ไร่ การฟื้นตัวมาจากทั้งในประเทศไทยและเวียดนาม (ดู Exhibit 3) แม้จะรวมการลดลง 50% ของส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจโรงไฟฟ้าในปีนี้จากต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้น แต่ยอด presales ที่แข็งแกร่งในปี 2021F และยอด backlog ที่ยกมาจากการโอนที่ล่าช้าตั้งแต่เริ่มมีโควิดในปี 2020 เป็นเหตุผลให้เราคาดว่ากำไรจะเติบโตแข็งแกร่งที่ 72% ในปี 2022F เราคาดว่าส่วนแบ่งกำไรจากโรงไฟฟ้าจะฟื้นตัวจากปี 2023F เนื่องจากต้นทุนก๊าซที่พุ่งสูงสุดแล้วจะช่วยผลักดันกำไรในปี 2023-24F

การขายตัวในลาว

AMATA ได้รับสัมปทานเพื่อพัฒนา IE ใหม่ Amata Smart และ Eco City Natuey บนพื้นที่ขายสุทธิประมาณ 1,800 ไร่ในประเทศลาว โดยตั้งอยู่ใกล้ทางรถไฟลาว-จีนในแขวงหลวงน้ำทาทางตอนเหนือของลาว เรามีมุมมองที่เป็นบวกอย่างมากต่อด้านความต้องการ เราประเมิน NAV อย่างคร่าวๆ ไว้ที่ 1.8 บาท/หุ้น และยังไม่รวม upside นี้ในประมาณการจนกว่าเราจะเห็นความคืบหน้าที่ดีของการเวนคืนที่ดิน โครงการนี้มีศักยภาพที่จะขยายได้ถึง 125,000 ไร่ ในระยะต่อไป ที่ซึ่ง IE เป็นเพียงส่วนหนึ่งเท่านั้น AMATA มีแผนจะเชิญบริษัทข้ามชาติและรัฐบาลจากจีน ญี่ปุ่น สิงคโปร์ และไทย มาช่วยส่งเสริมและสนับสนุนโครงการนี้

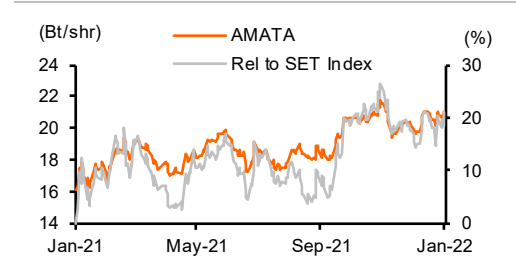
เวียดนามกลับมาฟื้นตัว

หลังอุปทานที่ดินในเวียดนามหมดลงเป็นเวลาหลายปี และโครงการลงถันที่ล่าช้ามากกว่า 6 ปี ปัจจุบัน บมจ. อมตะ วิเอ็น (AMATAV, "ชาย") ซึ่งถือหุ้นโดย AMATA 73% ได้มีโครงการฮาลองสำหรับชาย และนี่คือเหตุผลที่อยู่เบื้องหลังการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งของยอด Presales IE โปรดดูบทวิเคราะห์ AMATAV - "เติมมูลค่า" วันที่ 13 ธันวาคม 2021 เรามองว่า AMATA เป็นทางเลือกที่ถูกลงกว่า AMATAV ในการเลือกราวการเติบโตของเวียดนาม

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	4,202	4,414	6,633	8,441
Net profit	1,103	800	1,373	1,933
Consensus NP	—	1,076	1,508	1,759
Diff frm cons (%)	—	(25.6)	(9.0)	9.9
Norm profit	1,153	800	1,373	1,933
Prev. Norm profit	—	737	1,490	1,778
Chg frm prev (%)	—	8.6	(7.9)	8.7
Norm EPS (Bt)	1.0	0.7	1.2	1.7
Norm EPS grw (%)	(41.2)	(33.1)	71.6	40.8
Norm PE (x)	20.2	30.2	17.6	12.5
EV/EBITDA (x)	21.8	21.1	13.3	10.3
P/BV (x)	1.5	1.5	1.4	1.3
Div yield (%)	1.0	1.3	2.3	3.2
ROE (%)	7.8	5.0	8.2	10.9
Net D/E (%)	70.4	60.0	50.2	34.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

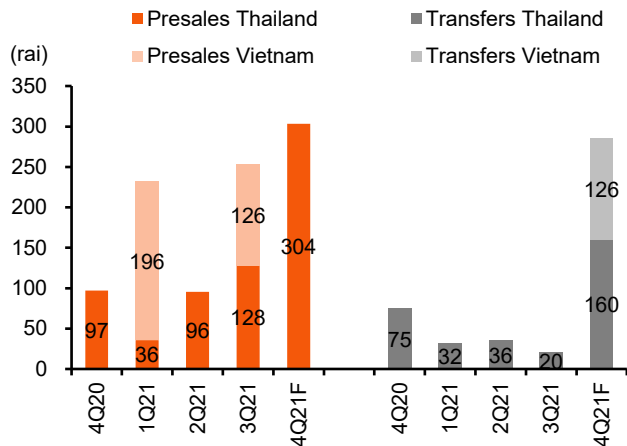
Price as of 20-Jan-22 (Bt)	21.00
Market Cap (US\$ m)	734.4
Listed Shares (m shares)	1,150.0
Free Float (%)	73.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	9.7
12M Price H/L (Bt)	28.50/18.40
Sector	Industrial Estate
Major Shareholder	Kromadit family 26.2%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

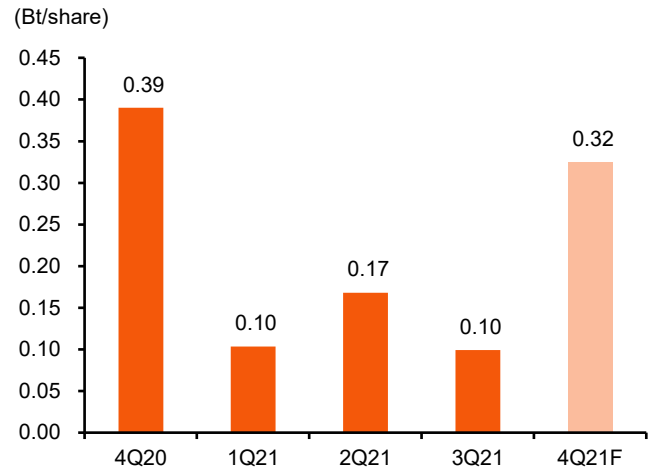


Ex 1: Quarterly Presales And Transfers



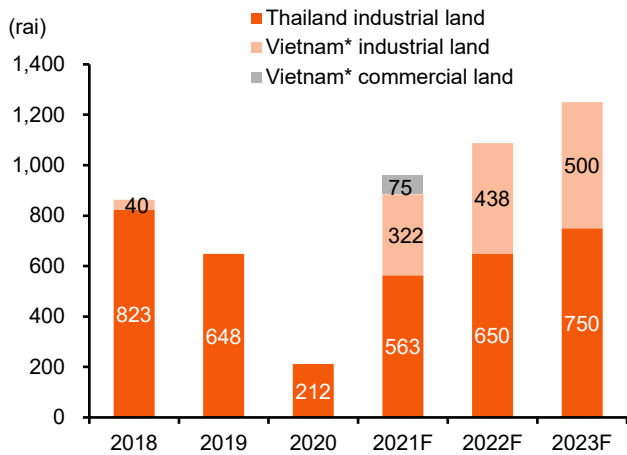
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Normalized EPS To Recover Q-Q



Sources: Company data, Thanachart estimates

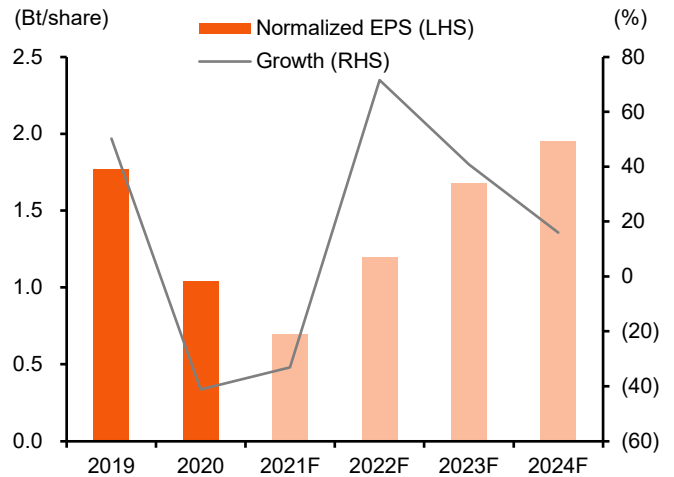
Ex 3: Presales Turnaround From Thailand And Vietnam



Sources: Company data, Thanachart estimates

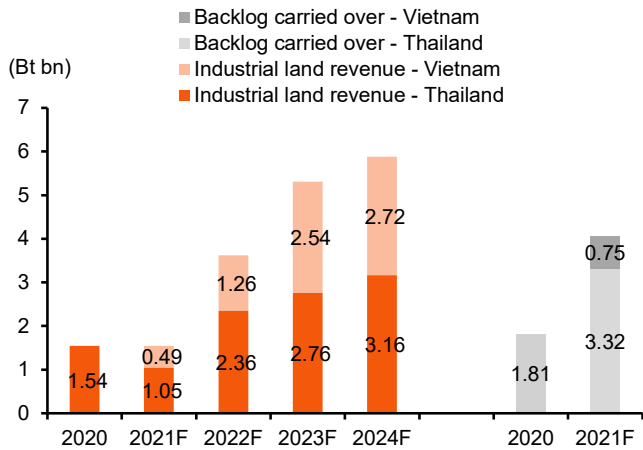
Note: *Vietnam via 73%-owned Amata Vietnam (AMATAV, SELL, Bt7.5)

Ex 4: 72/41% Normalized EPS Growth In 2022-23F



Sources: Company data, Thanachart estimates

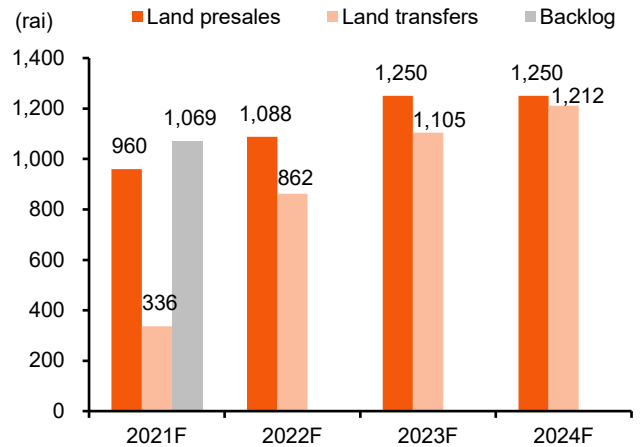
Ex 5: High Backlog Carried Over To 2022-23F



Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: Estimated total backlog at end-2021F is Bt4.07bn to be carried over to be recognized as revenue in the following years when lands are transferred to customers

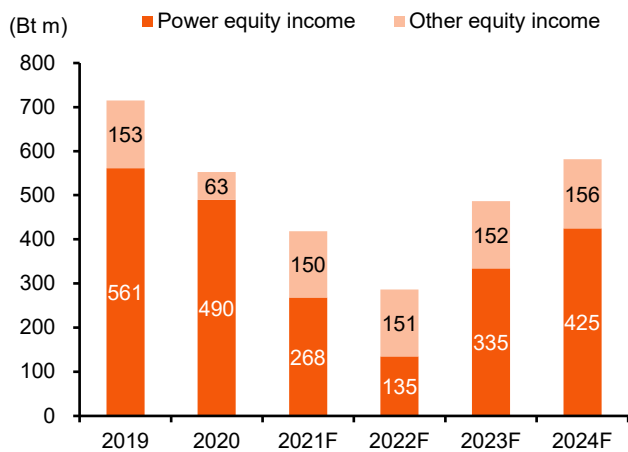
Ex 6: Our Land Sales Forecasts



Source: Thanachart estimates

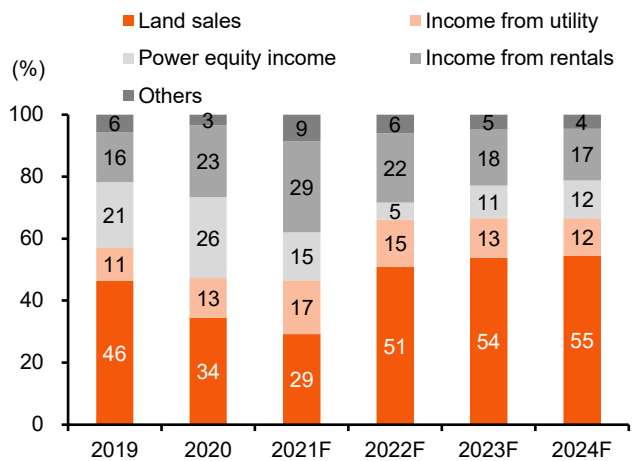
Note: Estimated total backlog at end-2021F is 1,069 rai to be transferred and recognized as revenue in the following years

Ex 7: Peaking Gas = 2023F Power Business Turnaround



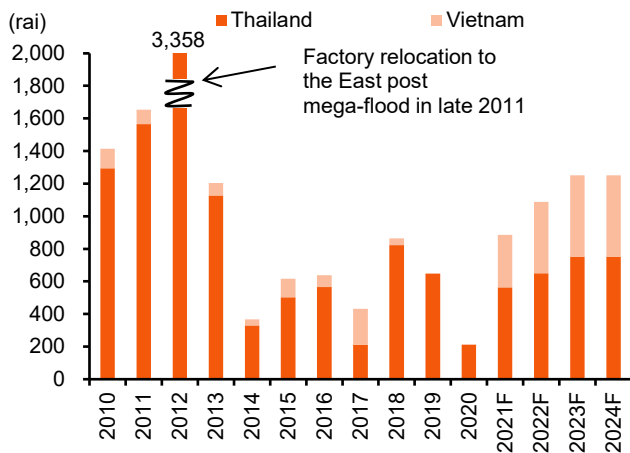
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Operating Profit And Equity Income Breakdown



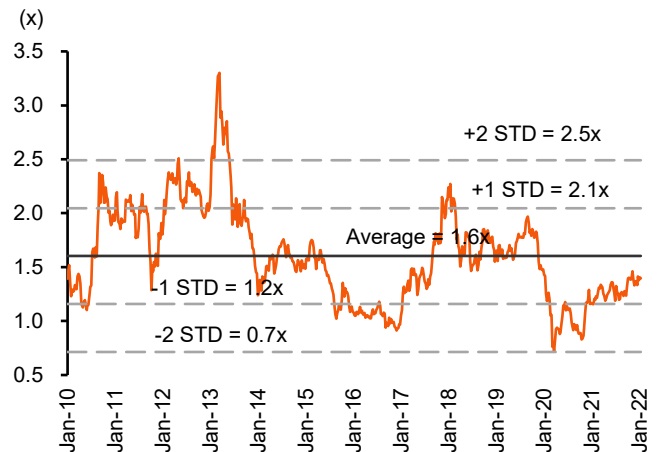
Sources: Company data, Thanachart estimates

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: AMATA Trades a 16% Discount To Our NAV

	Equity value (Bt/share)	SOTP (%)
Thailand operations	21.0	84%
Industrial estates*	12.2	49%
Power and utilities	6.3	25%
Rental factories/other assets	2.0	8%
REIT investment	0.5	2%
Vietnam operations*	4.0	16%
Total	25.0	100%

Source: Thanachart estimates

Note:* We assign an average 30% discount to the price of developed land while raw land is valued at cost

Ex 12: AMATAV Trades At A Premium To Our NAV

	Equity value (Bt/share)	SOTP (%)
Industrial estates*	6.2	97%
Rental of factories & other services	0.2	3%
Total	6.8	100%

Source: Thanachart estimates

Note:* We assign an average 30% discount to the price of developed land while raw land is valued at cost

Ex 13: Our Key Assumption Changes

	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Presales of industrial land (rai)						
New						
Thailand	648	212	563	650	750	750
Vietnam	0	0	322	438	500	500
Total	648	212	885	1,088	1,250	1,250
Old						
Thailand			410	500	700	800
Vietnam			322	438	500	500
Total			732	938	1,200	1,300
Industrial land revenue (Bt m)						
New						
Thailand	3,148	1,541	1,051	2,357	2,765	3,163
Vietnam	62	0	491	1,264	2,539	2,719
Total	3,210	1,541	1,542	3,621	5,304	5,882
Old						
Thailand			844	2,044	2,342	2,774
Vietnam			267	1,522	2,534	2,719
Total			1,110	3,565	4,876	5,493
Equity income (Bt m)						
New	715	552	418	286	487	581
Old			548	584	568	582
Change (%)			(23.7)	(51.0)	(14.2)	(0.2)
Normalized profit (Bt m)						
New	1,742	1,103	800	1,373	1,933	2,241
Old			737	1,490	1,778	2,011
Change (%)			8.6	(7.9)	8.7	11.5

Sources: Company, Thanachart estimates

Ex 14: Boosting Our NAV-Derived SOTP-Based TP For AMATA To Bt25/share From Bt24

	Sellable area		Selling price/rai (Bt m/rai)	Land cost/rai (Bt m/rai)	NAV	
	Developed (rai)	Raw land (rai)			Developed land* (Bt m)	Undeveloped land* (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)						7,505
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						34,168
Less: Net debt (ending 2021F)						6,986
Less Minority interest (ending 2021F)						3,136
Equity value						24,046
Equity value/share (Bt)						21.0
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) at 73%-stake						4.0
AMATA						25.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * For developed land, we apply a 30% discount to Thai 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.

Valuation Comparison

Ex 15: 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	105.4	38.3	13.9	10.0	1.1	1.0	9.5	9.0	2.1	2.9
Bekasi Fajar Industrial Estate	BEST IJ	Indonesia	14.3	61.0	na	na	0.2	0.2	96.4	18.4	0.6	0.1
Alam Sutera Realty	ASRI IJ	Indonesia	na	59.3	15.4	9.6	0.3	0.3	8.3	7.3	na	na
Bumi Serpong Damai	BSDE IJ	Indonesia	49.9	20.7	13.6	11.3	0.6	0.6	8.0	7.2	0.1	0.5
Ciputra Development	CTRA IJ	Indonesia	7.9	(2.5)	11.9	12.2	1.0	1.0	7.4	7.6	1.0	2.3
Lippo Karawaci	LPKR IJ	Indonesia	99.5	na	na	36.5	0.5	0.5	8.2	10.1	0.0	0.0
Pakuwon Jati	PWON IJ	Indonesia	34.7	31.0	17.2	13.1	1.4	1.3	9.6	8.8	0.5	0.9
Summarecon Agung	SMRA IJ	Indonesia	61.3	58.3	37.3	23.5	1.5	1.4	12.1	10.9	0.3	0.6
Surya Semesta	SSIA IJ	Indonesia	(73.0)	na	na	134.8	0.6	0.6	14.0	7.0	0.0	0.0
Amata Corporation *	AMATA TB	Thailand	(33.1)	71.6	30.2	17.6	1.5	1.4	21.1	13.3	1.3	2.3
Amata VN *	AMATAV TB	Thailand	153.9	615.8	175.0	24.4	2.1	2.0	32.9	16.0	1.3	1.6
Frasers Property **,**	FPT TB	Thailand	(42.8)	57.3	20.0	12.7	0.9	0.9	27.7	16.7	2.7	3.1
WHA Corp PCL *	WHA TB	Thailand	9.6	34.9	18.9	14.0	1.9	1.7	25.1	20.3	2.1	2.9
Average			32.3	95.1	35.3	26.6	1.0	1.0	21.6	11.7	1.0	1.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 20-Jan-22 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 ทำให้เกิดวงจรรอบใหม่ที่เติบโตในอีกสองปี โดยราคาที่ดินน่าจะขึ้นได้ก่อน
- มีโอกาสขยายตัวไปยังธุรกิจที่เกี่ยวข้อง เช่น ธุรกิจให้เช่าสาธารณูปโภค และโรงไฟฟ้า

CONSENSUS COMPARISON

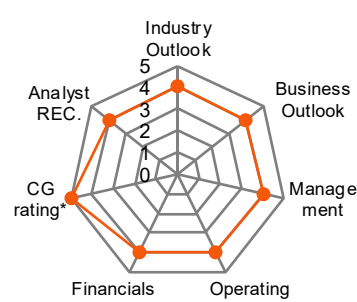
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	21.57	25.00	16%
Net profit 21F (Bt m)	1,076	800	-26%
Net profit 22F (Bt m)	1,508	1,373	-9%
Consensus REC	BUY: 11	HOLD: 2	SELL: 3

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรของเราในปี 2021-22F ต่ำกว่าตลาด เนื่องจากเรารวมต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้น ซึ่งกระทบต่อส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจไฟฟ้า
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด 16% เพราะเราประเมินมูลค่าพื้นฐานของสินทรัพย์ที่มีอยู่ของบริษัทฯ ด้วยวิธี NAV

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- กำไรขึ้นอยู่กับยอดขายที่ดินอย่างมาก ซึ่งเป็นสาเหตุให้กำไรมีความผันผวนสูง
- เป็นธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนสูง
- ธุรกิจมีการกระจายความเสี่ยงน้อยกว่าคู่แข่ง

T — Threat

- มีความอ่อนไหวต่อสถานะเศรษฐกิจสูง
- 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	4,414	6,633	8,441
Cost of sales	2,917	2,066	2,322	3,467	4,560
Gross profit	2,997	2,136	2,092	3,166	3,881
% gross margin	50.7%	50.8%	47.4%	47.7%	46.0%
Selling & administration expenses	1,053	815	773	970	1,211
Operating profit	1,944	1,321	1,319	2,196	2,670
% operating margin	32.9%	31.4%	29.9%	33.1%	31.6%
Depreciation & amortization	311	355	387	409	430
EBITDA	2,254	1,676	1,706	2,605	3,100
% EBITDA margin	38.1%	39.9%	38.7%	39.3%	36.7%
Non-operating income	319	177	129	144	151
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(330)	(436)	(475)	(470)	(431)
Pre-tax profit	1,932	1,062	974	1,870	2,391
Income tax	314	164	195	299	383
After-tax profit	1,618	899	779	1,571	2,009
% net margin	27.4%	21.4%	17.6%	23.7%	23.8%
Shares in affiliates' Earnings	715	552	418	286	487
Minority interests	(446)	(298)	(397)	(484)	(562)
Extraordinary items	(145)	(49)	0	0	0
NET PROFIT	1,742	1,103	800	1,373	1,933
Normalized profit	1,887	1,153	800	1,373	1,933
EPS (Bt)	1.6	1.0	0.7	1.2	1.7
Normalized EPS (Bt)	1.8	1.0	0.7	1.2	1.7

Operational turnaround

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	10,221	10,321	10,669	11,182	11,436
Cash & cash equivalent	2,285	2,386	2,250	2,250	2,250
Account receivables	573	398	447	727	925
Inventories	7,204	7,416	7,844	8,014	8,018
Others	159	121	127	191	243
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	19,998	20,645	20,823
Total assets	36,397	40,486	42,638	44,143	45,098
LIABILITIES:					
Current liabilities:	5,179	4,174	4,742	5,409	5,653
Account payables	683	548	541	807	1,062
Bank overdraft & ST loans	851	305	843	770	606
Current LT debt	2,144	1,894	2,113	1,931	1,519
Others current liabilities	1,501	1,427	1,244	1,901	2,466
Total LT debt	10,443	13,386	11,095	10,136	7,977
Others LT liabilities	3,798	4,173	7,127	7,500	8,536
Total liabilities	19,421	21,733	22,963	23,045	22,167
Minority interest	2,922	3,104	3,502	3,986	4,548
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	13,968	14,906	16,178
Shareholders' equity	14,055	15,648	16,173	17,112	18,383
Liabilities & equity	36,397	40,486	42,638	44,143	45,098

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	974	1,870	2,391
Tax paid	(251)	(229)	(179)	(257)	(338)
Depreciation & amortization	311	355	387	409	430
Chg In working capital	533	(173)	(485)	(183)	53
Chg In other CA & CL / minorities	390	353	96	785	908
Cash flow from operations	2,916	1,369	792	2,624	3,444
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)	1,420	(225)	902
Cash flow from investments	(3,730)	(3,429)	420	(975)	(48)
Debt financing	1,696	2,132	(1,534)	(1,214)	(2,734)
Capital increase	0	979	0	0	0
Dividends paid	(395)	(373)	(275)	(435)	(661)
Warrants & other surplus	(260)	(116)	0	0	0
Cash flow from financing	1,041	2,622	(1,809)	(1,649)	(3,396)
Free cash flow	2,125	1,292	92	1,924	2,544

Share price trades below average P/BV

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	11.9	20.2	30.2	17.6	12.5
Normalized PE - at target price (x)	14.1	24.1	35.9	20.9	14.9
PE (x)	12.9	21.1	30.2	17.6	12.5
PE - at target price (x)	15.3	25.1	35.9	20.9	14.9
EV/EBITDA (x)	14.9	21.8	21.1	13.3	10.3
EV/EBITDA - at target price (x)	16.8	24.4	23.8	15.1	11.8
P/BV (x)	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3
P/BV - at target price (x)	1.9	1.8	1.8	1.7	1.6
P/CFO (x)	7.7	17.0	30.5	9.2	7.0
Price/sales (x)	3.8	5.3	5.1	3.4	2.7
Dividend yield (%)	1.0	1.0	1.3	2.3	3.2
FCF Yield (%)	9.5	5.5	0.4	8.0	10.5
(Bt)					
Normalized EPS	1.8	1.0	0.7	1.2	1.7
EPS	1.6	1.0	0.7	1.2	1.7
DPS	0.2	0.2	0.3	0.5	0.7
BV/share	13.2	13.6	14.1	14.9	16.0
CFO/share	2.7	1.2	0.7	2.3	3.0
FCF/share	2.0	1.2	0.1	1.7	2.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	35.8	(28.9)	5.0	50.3	27.3
Net profit (%)	71.1	(36.7)	(27.5)	71.6	40.8
EPS (%)	71.1	(39.1)	(30.1)	71.6	40.8
Normalized profit (%)	50.2	(38.9)	(30.6)	71.6	40.8
Normalized EPS (%)	50.2	(41.2)	(33.1)	71.6	40.8
Dividend payout ratio (%)	12.2	20.8	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	50.7	50.8	47.4	47.7	46.0
Operating margin (%)	32.9	31.4	29.9	33.1	31.6
EBITDA margin (%)	38.1	39.9	38.7	39.3	36.7
Net margin (%)	27.4	21.4	17.6	23.7	23.8
D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.8	0.7	0.6	0.4
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.7	0.6	0.5	0.3
Interest coverage - EBIT (x)	5.9	3.0	2.8	4.7	6.2
Interest coverage - EBITDA (x)	6.8	3.8	3.6	5.5	7.2
ROA - using norm profit (%)	5.4	3.0	1.9	3.2	4.3
ROE - using norm profit (%)	14.0	7.8	5.0	8.2	10.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	12.0	6.1	4.9	9.4	11.3
- asset turnover (x)	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
- operating margin (%)	38.3	35.7	32.8	35.3	33.4
- leverage (x)	2.6	2.6	2.6	2.6	2.5
- interest burden (%)	85.4	70.9	67.2	79.9	84.7
- 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	3.7	6.6	8.1
NOPAT (Bt m)	1,628	1,117	1,055	1,844	2,243
invested capital (Bt m)	25,208	28,848	27,975	27,699	26,236

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 116 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AOT16C2204A, AOT16C2202A, BAM16C2204A, BANP16C2204A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2204A, BBL16C2201A, BBL16C2203A, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BGRI16C2205A, CBG16C2204A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2202A, COM716C2203A, CPAL16C2204A, CPAL16C2203A, CPF16C2205A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2202A, EA16C2205A, EA16C2201A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2205A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C2202A, GUNK16C2205A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C2204A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2205A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2205A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2205A, KCE16C2201A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MINT16C2204A, MINT16C2203A, MTC16C2204A, MTC16C2202A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2201A, PTT16C2203A, PTTE16C2203A, RBF16C2202A, RS16C2205A, RS16C2201A, S5016P2203B, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016C2112D, S5016C2203A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112C, S5016P2112D, S5016P2203A, SAWA16C2204A, SAWA16C2202A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCGP16C2201A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2203A, STA16C2201A, STEC16C2204A, STEC16C2201A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, 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, TESCO, 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 ราชธานีลิสซิ่ง 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 ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล 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 หมอศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

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

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Thematic Research, กระดาษ

จักร เรื่องสิทธิสัญญา
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, พาณิชยกรรม

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

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

พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

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

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@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
sunset.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิ้มวณิชปราชญ์

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