

BUY (Unchanged)

TP: Bt 12.50

(From: Bt 11.50)

Change in Numbers

Upside : 22.5%

31 JANUARY 2022

AP (Thailand) PCL (AP TB)

ได้ส่วนแบ่งตลาดมากขึ้น

AP กลับมาดำเนินงานในเชิงรุกอย่างมากในปีนี้ ด้วยการเปิดตัวโครงการใหม่มูลค่าสูงที่สุดเท่าที่เคยมีมาในอุตสาหกรรม ซึ่งทำให้เราเชื่อว่าจะทำให้ได้ส่วนแบ่งตลาดมากขึ้น และสามารถรักษาตำแหน่งอันดับ 1 ได้ ด้วยซื้อขายที่ PE ที่ต่ำสุดที่ 6.4 เท่า ปี 2022F เราจึงยังคงแนะนำ "ซื้อ" และเป็น Top Pick ของเรา และให้ราคาเป้าหมายใหม่ที่สูงขึ้นเป็น 12.5 บาท



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ปีแห่งความก้าวหน้า

AP ประกาศแผนธุรกิจปี 2022 ที่สร้างความประหลาดใจให้กับเรา และตลาด ด้วยการเปิดตัวโครงการใหม่มูลค่าสูงอย่างไม่เคยมีมาก่อนที่ 7.8 หมื่นลบ. เพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าของการเปิดตัวเฉลี่ยต่อปีที่ 4.2 หมื่นลบ. ในปี 2017-21 และทำสถิติใหม่สำหรับอุตสาหกรรม บริษัทฯ ตั้งเป้ายอด presales ในปีนี้ที่ 5 หมื่นลบ. หรือเติบโต 43% ซึ่งถือเป็นก้าวต่อไปและเสริมความแข็งแกร่งให้การเป็นผู้นำตลาดหลังประสบความสำเร็จด้วยมี presales เป็นอันดับที่ 1 ตั้งแต่ปี 2020 โดยมีส่วนแบ่ง presales ในบรรดา 7 บริษัทที่เราทำบทวิเคราะห์เพิ่มขึ้นจาก 13% ในปี 2016 เป็น 23% ในปี 2021F และ 25% ในปี 2022F

เข้าสู่ตลาดใหม่

AP ตั้งเป้าขยายตลาดเข้าไปยัง 3 พื้นที่สำคัญ 1) เข้าไปสู่ตลาดที่อยู่อาศัยในเขตชานเมือง ด้วย 2 แปรนต์ใหม่ในกลุ่มชั้นประหยัด (economy segment); บ้านเดี่ยวแปรนต์ใหม่ ราคา 3-5 ลบ./ยูนิต และทาวน์เฮ้าส์ แปรนต์ Pleno Town ราคาต่ำกว่า 3 ลบ./ยูนิต 2) รุกตลาดต่างจังหวัดมากขึ้น โดยการเพิ่มโครงการแนวราบใน 3 จังหวัดใหม่; จะเชิงเทรา อุดรธานี และอุบลราชธานี จาก 5 จังหวัด ในปัจจุบัน และ 3) การเปิดตัวคอนโด 5 โครงการในปีนี้ ในกลุ่มราคากลางๆ ที่จับต้องได้ ภายใต้แปรนต์ "Life" และ "Aspire"

เติบโตเหนือคู่แข่ง

ด้วยแผนเปิดตัวที่มากขึ้นในพื้นที่ใหม่ เราคาดว่า AP จะยังคงเติบโตเหนือคู่แข่ง ด้วยคาดว่า presales จะเติบโต 28%/5% ในปี 2022-23F เป็น 4.5 หมื่นลบ. ในปีนี้ เทียบกับการเติบโตของตลาดที่คาดการณ์ไว้ที่ 10-15% ใน MTD ในเดือนม.ค. (1-26 ม.ค.) บริษัทฯ มียอด presales ที่ 4.5 พันลบ. ถ้าทำได้ในระดับนี้ตลอดทั้งปีจะทำให้สามารถบรรลุเป้า presales ทั้งปีของเราได้โดยง่าย เนื่องจากเราคาดว่ายอด presales ส่วนใหญ่มาจากบ้านแนวราบที่ 82-83% ของยอด presales ปี 2022-23F จึงน่าจะผลักดันกำไรด้วย EPS เติบโตแข็งแกร่งที่ 14% ในปี 2022F และ 8% ในปี 2023F

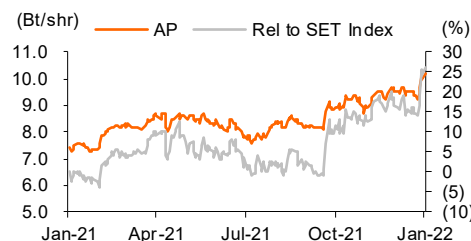
แนะนำ "ซื้อ" และเป็น Top Pick

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไร และเป้าหมายขึ้น 9% เป็น 12.5 บาท จากเดิม 11.5 บาท เพื่อสะท้อนการปรับเพิ่ม presales ของเรา AP เป็นหนึ่งใน Top Pick ของเรา เนื่องจากดำเนินธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพียงอย่างเดียว และมีส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้น ซึ่งทำให้มีผลกำไรสูงเป็นประวัติการณ์ หุ่นซื้อขายที่ 1STD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ผ่านมาในช่วงก่อนเกิดโควิดในปี 2015-19 ที่ 6.4 เท่า ในปี 2022F และให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 5.5% ตัวเลือกที่เราชอบเป็นอันดับต้นๆ อีกตัว คือ LH ("ซื้อ") ด้วยมีธุรกิจที่มีความหลากหลาย และมีการเติบโตแข็งแกร่งโดยได้แรงหนุนจากการฟื้นตัวในทุกธุรกิจ และให้อัตราผลตอบแทนปันผลดีที่สุดในกลุ่มฯ

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	29,888	31,478	36,410	38,949
Net profit	4,227	4,378	5,008	5,402
Consensus NP	—	4,368	4,590	4,688
Diff frm cons (%)	—	0.2	9.1	15.2
Norm profit	4,227	4,378	5,008	5,402
Prev. Norm profit	—	4,425	4,888	5,184
Chg frm prev (%)	—	(1.1)	2.5	4.2
Norm EPS (Bt)	1.3	1.4	1.6	1.7
Norm EPS grw (%)	40.6	3.6	14.4	7.9
Norm PE (x)	7.6	7.3	6.4	5.9
EV/EBITDA (x)	14.8	11.2	10.8	10.3
P/BV (x)	1.1	1.0	0.9	0.8
Div yield (%)	4.4	4.8	5.5	5.9
ROE (%)	15.2	14.2	14.7	14.4
Net D/E (%)	69.0	57.9	68.8	70.8

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 31-Jan-22 (Bt)	10.20
Market Cap (US\$ m)	963.3
Listed Shares (m shares)	3,145.9
Free Float (%)	65.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	4.2
12M Price H/L (Bt)	9.40/7.15
Sector	PROP
Major Shareholder	Anuphong Assavabhokhin 21.3%

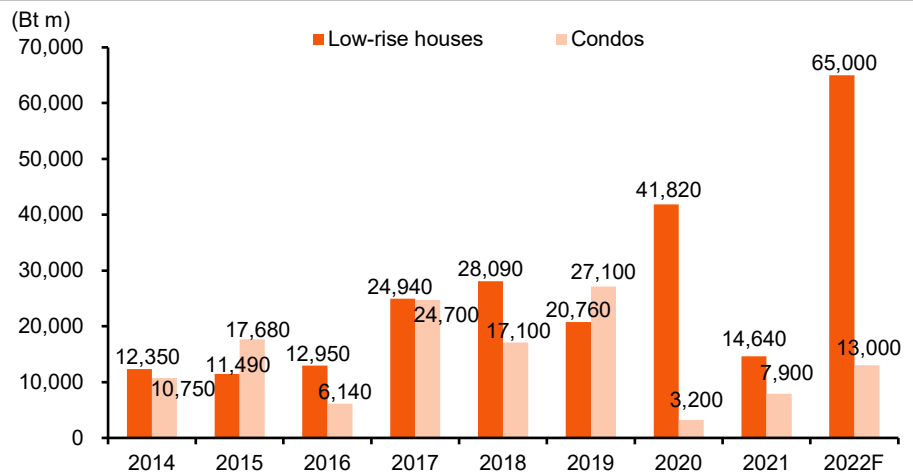
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่คิดว่าดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: AP's New Launches



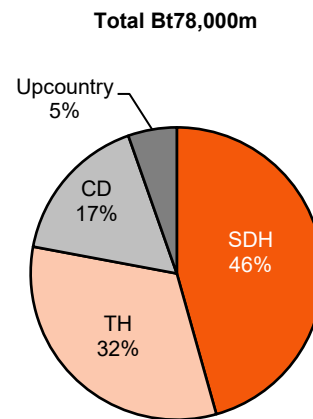
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: 2022 New Launches By Quarter

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	Total
SDH	4	3	13	6	26
TH	7	12	4	6	29
CD	1	2	-	2	5
Upcountry	-	1	2	2	5
Total	12	18	19	16	65
Value (Bt m)	10,790	24,200	24,590	18,420	78,000

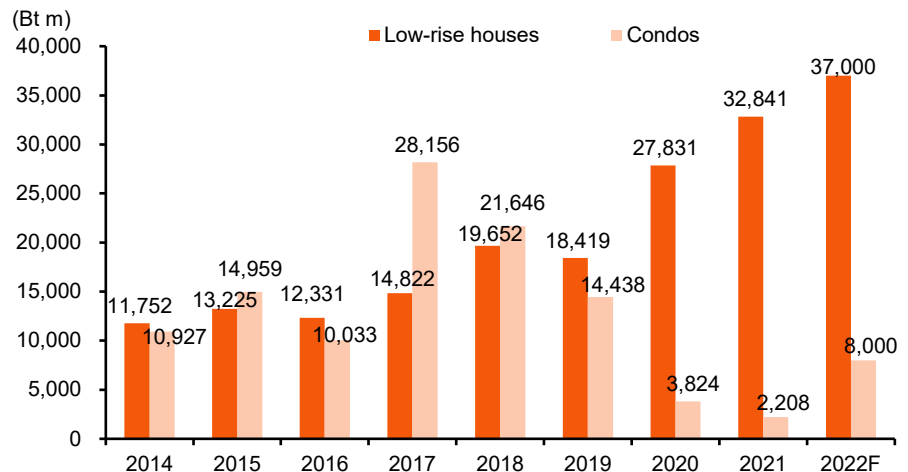
Source: Company data

Ex 3: 2022 New Launches By Product



Source: Company data

Ex 4: AP's Presales



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Presales – Seven Firms

Presales (Bt m)	AP	LH	LPN	PSH	QH	SIRI	SPALI	Total
2016	22,365	23,908	9,897	44,414	15,300	31,140	24,132	171,156
2017	42,978	26,304	17,899	47,537	14,000	38,565	30,777	218,060
2018	41,298	28,788	15,526	51,101	12,380	48,344	33,343	230,780
2019	32,856	25,356	6,703	35,601	7,491	20,806	22,324	151,137
2020	31,655	26,602	10,339	21,968	8,667	26,156	24,376	149,763
2021F	35,049	28,632	8,893	25,367	7,541	26,079	24,069	155,630

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Presales Market Share

(%)	AP	LH	LPN	PSH	QH	SIRI	SPALI	
2016	13.1	14.0	5.8	25.9	8.9	18.2	14.1	100.0
2017	19.7	12.1	8.2	21.8	6.4	17.7	14.1	100.0
2018	17.9	12.5	6.7	22.1	5.4	20.9	14.4	100.0
2019	21.7	16.8	4.4	23.6	5.0	13.8	14.8	100.0
2020	21.1	17.8	6.9	14.7	5.8	17.5	16.3	100.0
2021F	22.5	18.4	5.7	16.3	4.8	16.8	15.5	100.0
Increase/decrease (+/-)	+	+	-	-	-	-	+	

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Our Key Assumption Changes

	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
Presales (Bt m)												
New	35,049	45,000	47,250	48,668	50,128	51,632	53,181	54,776	56,419	58,112	59,855	61,651
Old	38,500	42,000	44,099	45,422	46,785	48,189	49,634	51,123	52,657	54,237	55,864	57,540
Change (%)	(9)	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
Property sales (Bt m)												
New	30,519	35,597	38,105	40,575	41,049	42,844	44,199	45,545	47,164	47,196	48,091	49,125
Old	31,125	34,490	36,243	38,550	38,857	40,607	41,761	42,508	43,901	44,531	45,368	45,849
Change (%)	(2)	3	5	5	6	6	6	7	7	6	6	7
Normalized profit (Bt m)												
New	4,378	5,008	5,402	5,510	5,809	5,076	5,326	5,575	5,863	6,142	6,325	6,512
Old	4,425	4,888	5,184	5,110	5,399	4,597	4,830	5,021	5,295	5,453	5,607	5,723
Change (%)	(1)	2	4	8	8	10	10	11	11	13	13	14

Source: Thanachart estimates

Ex 8: AP's Market Segmentation

	SUPER LUXURY CLASS (A+)	LUXURY CLASS (A)	HIGH CLASS (B+)	UPPPER CLASS (B)	MAIN CLASS (C+)	ECONOMY CLASS (C)	PRICE RANGE
	MIDTOWN			SUBURBAN			
	BAAN KLANG KRUNG	THE PALAZZO	SOUL	THE CITY	CENTRO	NEW BRAND	3-50++ MB
		THE ADDRESS	RHYTHM	Life	aspire		Avg. 58,000-250,000 Baht/Sq.m
		CLASSE		บ้านกลางเมือง	Pleno	Pleno TOWN	1.89-20 MB
			บ้านกลางเมือง THE EDITION	Pleno			4-9 MB
UPCOUNTRY					อภิถรณ์		1.99-6++ MB

Source: Company data

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	5,206	5,746	6,393	6,682	6,982	7,215	7,447	7,716	7,991	8,156	8,343	
Free cash flow	(5,724)	(2,594)	769	5,643	6,535	7,678	8,125	8,247	6,207	10,174	8,475	103,913
PV of free cash flow	(5,709)	(2,168)	587	3,941	4,085	4,369	4,207	3,887	2,663	3,974	2,876	35,261
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.3											
WACC (%)	9.4											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	57,973											
Net debt	18,663											
Minority interest	(18)											
Equity value	39,328											
# of shares (m)	3,146											
Equity value/share (Bt)	12.50											

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	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Poly Real Estate Group	600048 CH	China	(5.4)	6.1	6.4	6.1	1.0	0.9	9.9	9.4	4.4	4.6
Agile Property Holdings	3383 HK	China	(3.2)	(1.9)	1.9	1.9	0.3	0.2	5.0	4.8	15.4	14.9
Country Garden Holdings	2007 HK	China	(17.4)	7.5	4.2	3.9	0.7	0.6	4.7	4.6	7.1	7.5
China Overseas Land & Invest	688 HK	Hong Kong	7.0	6.5	6.2	5.8	0.8	0.7	5.9	5.4	4.8	5.1
China Resources Land	1109 HK	Hong Kong	8.3	13.0	10.0	8.9	1.2	1.1	7.0	6.3	3.7	4.1
Hang Lung Properties	101 HK	Hong Kong	8.0	10.7	16.0	14.4	0.5	0.5	17.2	15.4	4.7	4.8
Henderson Land Development	12 HK	Hong Kong	(1.6)	0.9	11.6	11.5	0.5	0.5	20.9	20.4	5.3	5.3
Shimao Property Holdings	813 HK	Hong Kong	(4.2)	4.3	1.6	1.6	0.2	0.2	5.7	5.6	17.8	20.3
Sun Hung Kai Properties	16 HK	Hong Kong	0.0	3.2	9.0	8.8	0.5	0.5	9.3	8.7	5.3	5.3
Sino Land	83 HK	Hong Kong	105.8	(24.9)	7.4	9.9	0.5	0.4	3.7	5.0	6.4	5.6
CapitaLand	CAPL SP	Singapore	30.5	11.2	na	na	na	na	na	na	na	na
City Developments	CIT SP	Singapore	32.4	168.9	31.3	11.7	0.8	0.7	27.1	18.2	1.8	2.3
Asian Property Devt *	AP TB	Thailand	3.6	14.4	7.3	6.4	1.0	0.9	11.2	10.8	4.8	5.5
Land and Houses *	LH TB	Thailand	6.9	19.9	16.6	13.8	2.3	2.2	23.0	20.4	5.1	6.1
LPN Development *	LPN TB	Thailand	(50.5)	11.7	21.0	18.8	0.7	0.7	23.8	19.9	2.9	3.2
Pruksa Holding *	PSH TB	Thailand	(17.5)	11.8	13.9	12.4	0.7	0.7	13.7	11.6	4.3	4.8
Quality Houses *	QH TB	Thailand	(10.6)	17.0	13.3	11.4	0.9	0.9	48.6	48.9	4.5	5.3
Sansiri *	SIRI TB	Thailand	(11.6)	12.3	15.4	13.7	0.6	0.6	22.9	22.7	2.6	2.9
Supalai *	SPALI TB	Thailand	36.2	13.3	8.4	7.4	1.2	1.1	10.1	8.8	4.8	5.4
Average			6.1	16.1	11.2	9.4	0.8	0.7	15.0	13.7	5.9	6.3

Sources: Bloomberg consensus, *Thanachart estimates

Based on 31 January 2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เอเชียน พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทพัฒนาที่อยู่อาศัยในกรุงเทพฯ โดยบริษัท ดำเนินโครงการประเภทต่างๆ ดังนี้ โครงการทาวน์เฮ้าส์ ภายใต้แบรนด์ Biztown, บ้านกลางกรุง, บ้านกลางเมือง, The Pleno และ District; โครงการบ้านเดี่ยว ภายใต้แบรนด์ The City, The Centro, The Palazzo, Soul และ Mind; และโครงการคอนโด ภายใต้แบรนด์ The Address, The Rhythm, The Life, The Aspire และ Co.

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

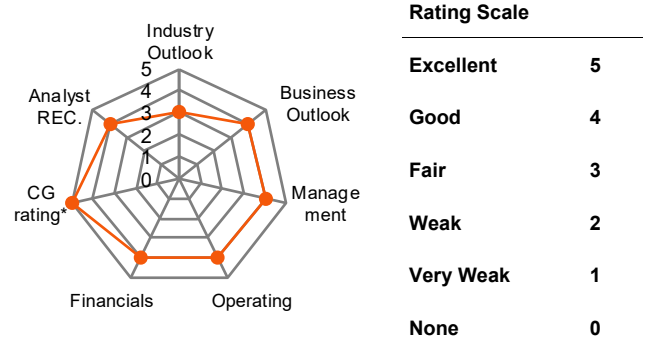
S — Strength

- มีความยืดหยุ่นในการปรับผลิตภัณฑ์สูง
- เป็นผู้นำในตลาดทาวน์เฮ้าส์ในเมือง และคอนโด
- มีผลิตภัณฑ์ที่หลากหลาย

O — Opportunity

- การขยายตัวของกลุ่มเป้าหมาย และภูมิศาสตร์
- เจาะตลาดระดับ mid-to-low end

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ขาดการรับรู้แบรนด์ของผลิตภัณฑ์บ้านแนวราบ
- เจาะตลาดต่างจังหวัดน้อย

T — Threat

- การแข่งขันของคอนโด CBD
- ภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้างใหม่

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	10.78	12.50	16%
Net profit 21F (Bt m)	4,368	4,378	0%
Net profit 22F (Bt m)	4,590	5,008	9%
Consensus REC	BUY: 18	HOLD: 3	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิของเราในปี 2022F สูงกว่าตลาด 9% เนื่องจากเราให้สมมติฐาน presales และรายได้ที่เพิ่มขึ้น เพื่อสะท้อนแผนการเปิดตัวโครงการในเชิงรุกของบริษัทฯ
- ราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของตลาด 16%

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- เศรษฐกิจที่อ่อนแอกว่าคาด เป็นไปได้ที่จะส่งผลกระทบต่อความต้องการที่อยู่อาศัย และการเติบโตในอนาคต
- เนื่องจากมี backlog โครงการคอนโด JVs จำนวนมาก ทำให้เราอาจไม่เป็นไปตามที่เราคาด หากมีการยกเลิกหรือกำหนดการสร้างเสร็จล่าช้ากว่ากำหนด

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	23,802	29,888	31,478	36,410	38,949
Cost of sales	15,627	20,458	21,337	24,636	26,181
Gross profit	8,176	9,430	10,141	11,774	12,768
% gross margin	34.3%	31.6%	32.2%	32.3%	32.8%
Selling & administration expenses	5,443	6,160	5,823	6,736	7,206
Operating profit	2,732	3,270	4,317	5,039	5,562
% operating margin	11.5%	10.9%	13.7%	13.8%	14.3%
Depreciation & amortization	118	269	207	228	245
EBITDA	2,851	3,540	4,524	5,267	5,808
% EBITDA margin	12.0%	11.8%	14.4%	14.5%	14.9%
Non-operating income	88	70	194	81	87
Non-operating expenses	(13)	(6)	0	0	0
Interest expense	(247)	(367)	(297)	(327)	(366)
Pre-tax profit	2,560	2,968	4,214	4,792	5,283
Income tax	566	690	885	1,006	1,110
After-tax profit	1,994	2,278	3,329	3,786	4,174
% net margin	8.4%	7.6%	10.6%	10.4%	10.7%
Shares in affiliates' Earnings	1,009	1,948	1,048	1,222	1,228
Minority interests	4	1	0	0	0
Extraordinary items	61	0	0	0	0
NET PROFIT	3,068	4,227	4,378	5,008	5,402
Normalized profit	3,006	4,227	4,378	5,008	5,402
EPS (Bt)	1.0	1.3	1.4	1.6	1.7
Normalized EPS (Bt)	1.0	1.3	1.4	1.6	1.7

Record profit in 2020 and delivering new highs in 2021-23F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	51,470	49,897	49,522	59,998	67,313
Cash & cash equivalent	570	2,740	752	985	1,000
Account receivables	169	80	431	499	534
Inventories	49,715	46,140	47,351	57,371	64,557
Others	1,016	938	988	1,143	1,223
Investments & loans	5,453	6,462	6,462	6,462	6,462
Net fixed assets	468	409	399	370	325
Other assets	1,403	1,955	2,027	2,202	2,265
Total assets	58,794	58,724	58,410	69,033	76,365
LIABILITIES:					
Current liabilities:	17,057	13,256	12,469	15,563	17,082
Account payables	1,753	1,824	2,046	2,362	2,511
Bank overdraft & ST loans	8,180	3,113	2,912	3,831	4,327
Current LT debt	4,500	4,600	3,796	4,993	5,639
Others current liabilities	2,623	3,719	3,715	4,377	4,606
Total LT debt	14,927	15,221	12,707	16,716	18,879
Others LT liabilities	514	983	1,009	1,053	1,053
Total liabilities	32,498	29,461	26,185	33,332	37,015
Minority interest	(17)	(18)	(18)	(18)	(18)
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	3,146	3,146	3,146	3,146	3,146
Share premium	89	89	89	89	89
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(0)	0	0	0	0
Retained earnings	23,078	26,046	29,008	32,484	36,133
Shareholders' equity	26,313	29,281	32,243	35,720	39,369
Liabilities & equity	58,794	58,724	58,410	69,033	76,365

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	2,560	2,968	4,214	4,792	5,283
Tax paid	(633)	(683)	(850)	(981)	(1,083)
Depreciation & amortization	118	269	207	228	245
Chg In working capital	(8,457)	3,736	(1,341)	(9,772)	(7,072)
Chg In other CA & CL / minorities	597	2,594	625	1,377	939
Cash flow from operations	(5,816)	8,884	2,855	(4,355)	(1,687)
Capex	(152)	(172)	(100)	(100)	(100)
Right of use	0	(555)	(55)	(6)	(6)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(956)	(1,009)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	469	953	247	102	256
Cash flow from investments	(639)	(783)	91	(4)	150
Debt financing	7,332	(4,673)	(3,519)	6,125	3,305
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,258)	(1,258)	(1,416)	(1,532)	(1,753)
Warrants & other surplus	(0)	0	0	0	0
Cash flow from financing	6,074	(5,931)	(4,934)	4,592	1,552
Free cash flow	(5,968)	8,712	2,755	(4,455)	(1,787)

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	10.7	7.6	7.3	6.4	5.9
Normalized PE - at target price (x)	13.1	9.3	9.0	7.9	7.3
PE (x)	10.5	7.6	7.3	6.4	5.9
PE - at target price (x)	12.8	9.3	9.0	7.9	7.3
EV/EBITDA (x)	20.7	14.8	11.2	10.8	10.3
EV/EBITDA - at target price (x)	23.3	16.8	12.8	12.1	11.6
P/BV (x)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
P/BV - at target price (x)	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
P/CFO (x)	(5.5)	3.6	11.2	(7.4)	(19.0)
Price/sales (x)	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
Dividend yield (%)	3.9	4.4	4.8	5.5	5.9
FCF Yield (%)	(18.6)	27.1	8.6	(13.9)	(5.6)
(Bt)					
Normalized EPS	1.0	1.3	1.4	1.6	1.7
EPS	1.0	1.3	1.4	1.6	1.7
DPS	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
BV/share	8.4	9.3	10.2	11.4	12.5
CFO/share	(1.8)	2.8	0.9	(1.4)	(0.5)
FCF/share	(1.9)	2.8	0.9	(1.4)	(0.6)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Undemanding PE vs. peers' on our forecasts, and below 7.1x five-year average from 2015-19

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(12.7)	25.6	5.3	15.7	7.0
Net profit (%)	(22.6)	37.8	3.6	14.4	7.9
EPS (%)	(22.6)	37.8	3.6	14.4	7.9
Normalized profit (%)	(24.0)	40.6	3.6	14.4	7.9
Normalized EPS (%)	(24.0)	40.6	3.6	14.4	7.9
Dividend payout ratio (%)	41.0	33.5	35.0	35.0	35.0
Operating performance					
Gross margin (%)	34.3	31.6	32.2	32.3	32.8
Operating margin (%)	11.5	10.9	13.7	13.8	14.3
EBITDA margin (%)	12.0	11.8	14.4	14.5	14.9
Net margin (%)	8.4	7.6	10.6	10.4	10.7
D/E (incl. minor) (x)	1.0	0.8	0.6	0.7	0.7
Net D/E (incl. minor) (x)	1.0	0.7	0.6	0.7	0.7
Interest coverage - EBIT (x)	11.0	8.9	14.6	15.4	15.2
Interest coverage - EBITDA (x)	11.5	9.6	15.2	16.1	15.9
ROA - using norm profit (%)	5.6	7.2	7.5	7.9	7.4
ROE - using norm profit (%)	11.8	15.2	14.2	14.7	14.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	7.8	8.2	10.8	11.1	11.1
- asset turnover (x)	0.4	0.5	0.5	0.6	0.5
- operating margin (%)	11.8	11.2	14.3	14.1	14.5
- leverage (x)	2.1	2.1	1.9	1.9	1.9
- interest burden (%)	91.2	89.0	93.4	93.6	93.5
- tax burden (%)	77.9	76.8	79.0	79.0	79.0
WACC (%)	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4
ROIC (%)	4.9	4.7	6.9	7.8	7.3
NOPAT (Bt m)	2,128	2,510	3,411	3,980	4,394
invested capital (Bt m)	53,350	49,476	50,907	60,274	67,213

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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 101 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2202A, ADVA16C2202A, AOT16C2204A, AOT16C2202A, BAM16C2204A, BANP16C2204A, BANP16C2202A, BBL16C2204A, BBL16C2203A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2205A, CBG16C2204A, CBG16C2202A, CHG16C2202A, COM716C2205A, COM716C2203A, CPAL16C2204A, CPAL16C2203A, CPF16C2205A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2202A, EA16C2205A, ESSO16C2202A, GLOB16C2203A, GPSC16C2205A, GPSC16C2203A, GULF16C2202A, GUNK16C2205A, GUNK16C2203A, GULF16C2205A, HANA16C2204A, HANA16C2202A, HANA16C2205A, HMPR16C2202A, IRPC16C2205A, INTU16C2202A, INTU16C2205A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2205A, JMAR16C2202A, JMT16C2205A, JMT16C2203A, KBAN16C2202A, KCE16C2205B, KCE16C2205A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MINT16C2204A, MINT16C2203A, MTC16C2204A, MTC16C2202A, OR16C2202A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTTE16C2203A, RBF16C2202A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016C2206A, S5016P2206A, S5016P2203B, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016C2112D, S5016C2203A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112C, S5016P2112D, S5016P2203A, SAWA16C2205A, SAWA16C2204A, SAWA16C2202A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, STA16C2203A, STEC16C2204A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TU16C2204A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RBF, RCL, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, 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 ราชธานีลีสซิ่ง 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 21.2 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรสมิล 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 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 สหกลีทวีปเมเนจ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีทวีปเมเนจ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท 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, เติบเรื่อ

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

สรชดา 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, แพล

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
pattarawan.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 คลั่งเปรมจิตต์
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 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