

BUY (Unchanged)

TP: Bt 27.00

(From: Bt 29.00)

Change in Numbers

Upside : 33.0%

15 MARCH 2022

## Somboon Advance Tech. (SAT TB)

## ไม่แพง และให้ yield สูง

เราปรับลดกำไรปี 2022F ลง 8% สะท้อนขึ้นส่วนเครื่องจักรทางการเกษตรที่อ่อนแอลงเป็นหลัก แม้จะมีความล่าช้าในการผลิตรายการต้นฤดูที่สวนสูงขึ้น แต่ SAT น่าจะยังคงเติบโต 6/29% ในปี 2022-23F ที่ 8.3 เท่า PE และให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 7.2% เราจึงคงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายลดลงมาอยู่ที่ 27 บาท



RATA LIMSUTHIWANPOOM

662 - 483 8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

## ปรับลดกำไร ซื้อขายที่ 8.3 เท่า 2022F PE ให้ yield 7.2%

เราปรับกำไรของ SAT ลง 7.7/3.9/4.6% สะท้อนเป้ารถแทรกเตอร์เพื่อการเกษตรใหม่ที่ลดลงของบริษัท และอัตราภาษีที่สูงขึ้นจากสิทธิพิเศษทางภาษีจาก BOI ที่สิ้นสุดลง เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" SAT ราคาเป้าหมายใหม่ปี 2022F ที่ 27 บาท (จาก 29 บาท) 1) แม้จะมีแรงกดดันด้านต้นทุนวัตถุดิบ แต่กำไรของ SAT น่าจะยังคงเติบโต 6% ในปี 2022F ก่อนเติบโต 29% ในปี 2023F 2) Valuation ไม่แพง ที่ PE ที่ 8.3 เท่า ในปี 2022F (5.4 เท่า ไม่รวมเงินสด) และลดลงเหลือ 6.4 เท่า ในปี 2023F โดยให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่น่าพอใจที่ 7.2/9.3% ในปี 2022-23F 3) เราชอบแผนผลิตภัณฑ์ใหม่ของ SAT ซึ่งเรายังไม่รวมในประมาณการ

## ขึ้นส่วนเครื่องจักรทางการเกษตรมีแนวโน้มอ่อนตัวลงในปีนี้

ในตลาดเครื่องจักรทางการเกษตร SAT เป็นผู้จัดหาชิ้นส่วนให้กับคูโบต้า (25% ของรายได้) ซึ่งใช้ไทยเป็นฐานการผลิตสำหรับขายในประเทศ และส่งออกไปยังอาเซียน อินเดีย และสหรัฐ SAT คาดว่าการผลิตของคูโบต้าจะลดลง 8% y-y เนื่องจากฐานที่สูง และผลของภัยแล้งที่อาจเกิดขึ้น ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นคาดการณ์ในเชิงลบมากไป เนื่องจากยังคงมีความต้องการสะสมสินค้าจากสหรัฐ เพราะปัจจุบันมีสต็อกอยู่เพียง 3.5 เดือน ใน 4Q21 เทียบกับ 7 เดือนในปี 2019 ดังนั้นเราจึงปรับลดสมมติฐานการเติบโตของการผลิตคูโบต้าลงเหลือเพียงระดับทรงตัว (จากเดิมที่คาดว่าเติบโต 20%) ในปีนี้ และเพิ่มขึ้น 15% ต่อปี ในปี 2023-24F สำหรับการผลิตรถยนต์ เรายังคงประมาณการการเติบโตไว้ที่ 6/13/3% ในปี 2022-24F เช่นเดิม

## กำไรเติบโต 6/29% ในปี 2022-23F

เราคาดว่า EPS จะเติบโต 6% ในปี 2022F และ 29% ในปี 2023F เพราะ 1) รายได้ที่เติบโต 8/16% 2) EBITDA margin ลดลงจาก 17.4% ในปี 2021 เป็น 16.7% ในปี 2022F จากความล่าช้าในการส่งต่อต้นทุนหลักและสารเคมีที่สูงขึ้น 2-3 เดือน ก่อนเพิ่มขึ้นเป็น 17.7/18.3% ในปี 2023-24F จากผลของ operating leverage ที่เป็นบวก และ 3) รายได้จากบริษัทร่วมที่เพิ่มขึ้นจากยอดขายชิ้นส่วนรถยนต์ที่ฟื้นตัว เราคาดว่ารายได้ของ SAT จะเติบโตแข็งแกร่งขึ้นที่ 8/16% เทียบกับการเติบโตของอุตสาหกรรมยานยนต์ (75% ของรายได้) และรถแทรกเตอร์ของคูโบต้า (25%) รวมอยู่ที่ 5/14% ในปี 2022-23F เนื่องจาก 1) ค่าสั่งซื้อผลิตภัณฑ์ใหม่ (เพลารอง และ case set) ซึ่งเราคาดว่าจะสร้างรายได้ 200/490/490 ลบ. ในปี 2022-24F (รายได้เพิ่ม 2/5/5%); และ 2) ชิ้นส่วนเครื่องจักรทางการเกษตรสำหรับคูโบต้า

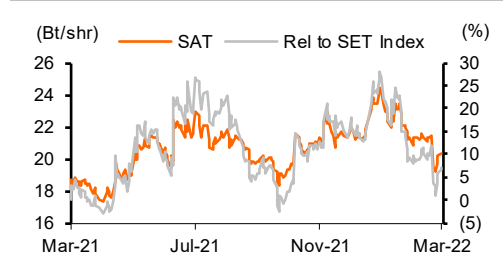
## อาจมี upside จากธุรกิจใหม่

SAT มีแผนขยายชุดอุปกรณ์การเกษตร (ผลิตภัณฑ์ที่มีมูลค่าเพิ่ม เทียบกับชิ้นส่วนในปัจจุบัน) EV buses และหุ่นยนต์และอุปกรณ์อัตโนมัติ เราเห็นแนวโน้มที่สดใสสำหรับทั้งสามกลุ่ม ด้วย SAT ใช้ความเชี่ยวชาญที่มีอยู่สำหรับ EV buses, SAT กำลังจัดตั้งบริษัทร่วมทุน 60% กับ Tron E ซึ่งเป็นผู้ผลิต EV bus ชิ้นส่วนของไต้หวัน เงินลงทุนเริ่มต้นอยู่ที่เพียง 50 ลบ. เนื่องจากเป็นเพียงสายการผลิตภายในโรงงานของ SAT เรายังไม่รวม upside นี้ในประมาณการ และรวมงบลงทุนรวม 500 ลบ. ต่อปี ในปี 2022-24F ซึ่งรวมถึงธุรกิจใหม่ เทียบกับเฉลี่ยที่ 400 ลบ. ในปี 2017-19

## COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	8,598	9,286	10,767	11,399
Net profit	953	1,042	1,342	1,479
Consensus NP	—	1,051	1,177	1,261
Diff frm cons (%)	—	(0.8)	14.0	17.3
Norm profit	983	1,042	1,342	1,479
Prev. Norm profit	—	1,129	1,396	1,549
Chg frm prev (%)	—	(7.7)	(3.9)	(4.6)
Norm EPS (Bt)	2.3	2.5	3.2	3.5
Norm EPS grw (%)	165.0	6.0	28.8	10.2
Norm PE (x)	8.8	8.3	6.4	5.8
EV/EBITDA (x)	3.8	3.3	2.4	1.8
P/BV (x)	1.1	1.1	1.0	0.9
Div yield (%)	7.4	7.2	9.3	10.3
ROE (%)	13.4	13.3	16.0	16.4
Net D/E (%)	(39.2)	(42.7)	(47.0)	(51.4)

## PRICE PERFORMANCE



## COMPANY INFORMATION

Price as of 15-Mar-22 (Bt)	20.30
Market Cap (US\$ m)	257.5
Listed Shares (m shares)	425.2
Free Float (%)	64.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	2.0
12M Price H/L (Bt)	24.50/17.40
Sector	AUTO
Major Shareholder	Somboon Holding 29.9%

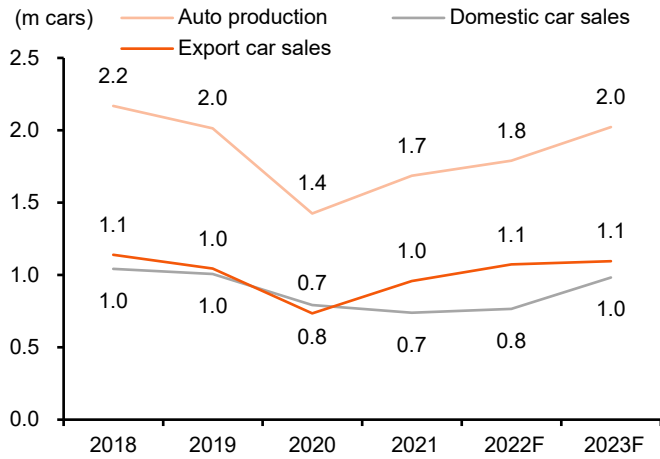
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

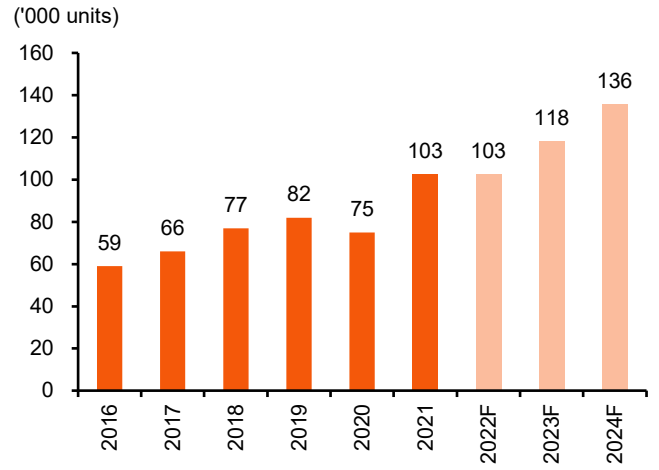


**Ex 1: Auto Production**



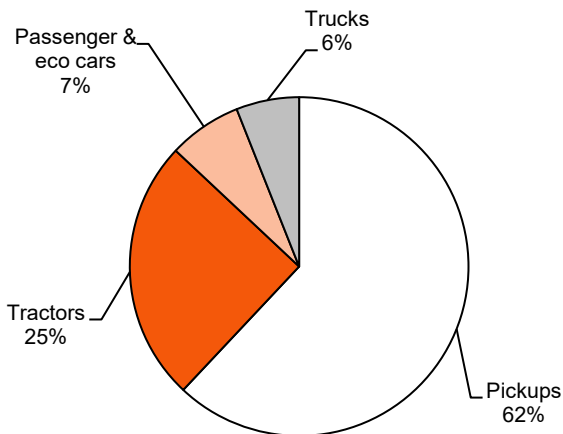
Sources: Thai Automotive Industry Association; Thanachart estimates

**Ex 2: Kubota's Tractor Production**



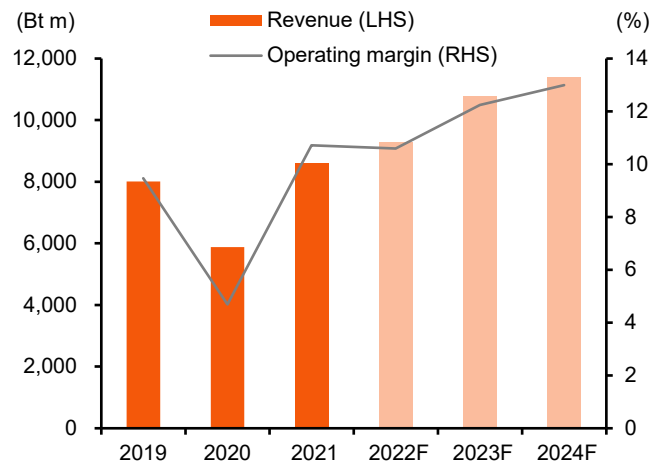
Sources: Company data; Thanachart estimates

**Ex 3: Revenue Breakdown By Vehicle Type In 2021**



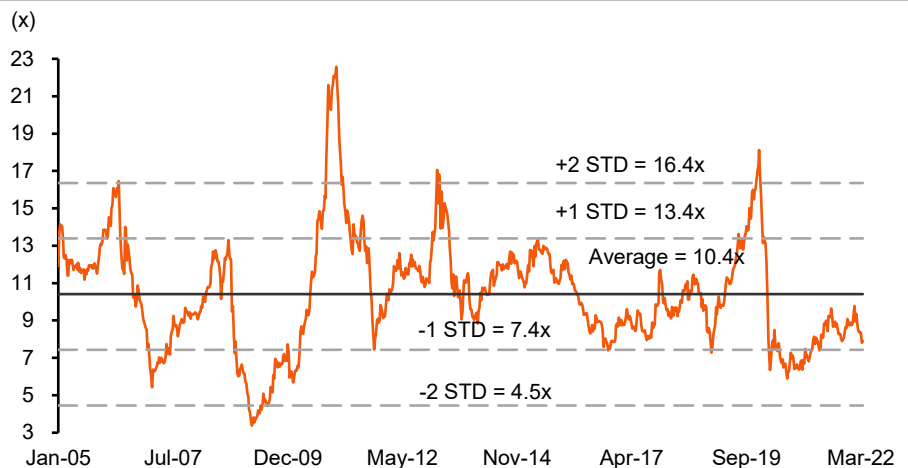
Sources: Company data; Thanachart estimates

**Ex 4: Revenue And Operating Margin Forecasts**



Sources: Company data; Thanachart estimates

**Ex 5: The Stock Now Trades At 1STD Below Its Historical Mean**



Source: Bloomberg; Thanachart estimates

**Ex 6: Key Assumption Change**

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>Tractor production (units)</b>					
New	75,000	102,750	102,750	118,163	135,887
Old			121,500	133,650	147,015
Change (%)			(15.4)	(11.6)	(7.6)
<b>Total revenue (Bt m)</b>					
New	5,883	8,598	9,286	10,767	11,399
Old			9,794	11,104	11,621
Change (%)			(5.2)	(3.0)	(1.9)
<b>Tax rate (%)</b>					
New			15.0	16.0	17.0
Old			11.7	12.2	12.7
<b>Normalized earnings (Bt m)</b>					
New	371	983	1,042	1,342	1,479
Old			1,129	1,396	1,549
Change (%)			(7.7)	(3.9)	(4.6)

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 7: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2022F**

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	1,550	1,904	2,084	2,213	2,295	2,368	2,209	2,197	2,275	2,354	2,431	—
Free cash flow	967	1,134	1,394	1,233	1,224	990	898	732	800	804	808	6,861
PV of free cash flow	964	913	1,005	798	710	502	406	296	288	259	232	1,670
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	11.5											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	8,647											
Net debt (2021)	(2,999)											
Minority interest	0											
Equity value	11,645											
# of shares (m)	425											
<b>Target price/share (Bt)</b>	<b>27.0</b>											

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

## Ex 8: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
Fangda Special Steel Tech	600507 CH	China	7.1	(7.5)	5.4	5.1	1.4	1.2	na	na	8.4	8.7
Fuyao Glass Industry Group	600660 CH	China	29.3	18.2	18.7	15.9	3.2	2.9	10.5	9.4	3.1	3.7
Weifu High-Technology	000581 CH	China	(2.6)	3.1	7.2	7.0	0.9	0.9	6.7	6.4	6.8	6.3
Bharat Forge	BHFC IN	India	na	31.9	31.2	23.7	4.9	4.2	17.6	14.5	0.7	1.0
Motherson Sumi Systems	MSS IN	India	na	85.8	33.3	17.9	3.6	3.2	13.9	9.6	1.2	1.9
Sundram Fasteners	SF IN	India	40.2	39.1	48.2	na	6.3	5.2	21.0	15.9	0.6	0.8
UMW Holdings	UMWH MK	Malaysia	15.4	10.1	11.6	10.5	0.8	0.7	7.1	7.0	2.1	2.4
Mando Corp	060980 KS	S. Korea	18.3	10.3	3.1	2.8	0.4	0.3	5.2	4.9	5.3	5.3
Hyundai Mobis	012330 KS	S. Korea	21.4	11.4	6.8	6.1	0.5	0.5	3.5	3.1	2.4	2.6
Hu Lane Associate Inc	6279 TT	Taiwan	17.1	17.7	12.2	10.3	2.1	2.0	8.0	6.8	5.5	6.4
Tong Yang Industry	1319 TT	Taiwan	41.9	16.0	13.3	11.4	0.8	0.7	5.1	4.6	4.2	5.0
AAPICO Hitech	AH TB	Thailand	7.7	13.4	7.5	6.7	0.9	0.9	7.4	7.5	4.8	6.1
Somboon Advance Tech*	SAT TB	Thailand	6.0	28.8	8.3	6.4	1.1	1.0	3.3	2.4	7.2	9.3
Thai Stanley Electric **, **	STANLY TB	Thailand	43.0	33.1	9.0	6.8	0.7	0.6	2.5	2.0	3.6	4.7
<b>Average</b>			<b>20.4</b>	<b>22.2</b>	<b>15.4</b>	<b>10.0</b>	<b>2.0</b>	<b>1.7</b>	<b>8.6</b>	<b>7.2</b>	<b>4.0</b>	<b>4.6</b>

Source: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: \* Thanachart estimates using normalized EPS growth

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

Based on 15 Mar 2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- ผู้นำในตลาดชิ้นส่วนยานยนต์ช่วงล่าง
- มีลูกค้าที่กระจายหลากหลาย
- มีสินค้าที่หลากหลาย
- ได้รับผลกระทบจากเทรนด์ EV น้อย

## O — Opportunity

- ได้รับผลประโยชน์สูงจากการฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องของอุตสาหกรรมรถยนต์ไทย
- การเป็นพันธมิตรกับ Mubea ผู้ผลิตสปริงชั้นนำของโลก ทำให้ SAT มีความเชี่ยวชาญ และมีศักยภาพในการผลิตชิ้นส่วนรถยนต์ใหม่มากขึ้น

## CONSENSUS COMPARISON

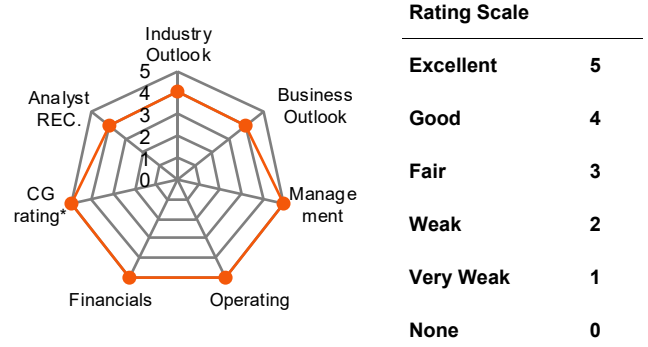
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	26.78	27.00	1%
Net profit 22F (Bt m)	1,051	1,042	-1%
Net profit 23F (Bt m)	1,177	1,342	14%
Consensus REC	BUY: 9	HOLD: 0	SELL: 1

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2023F ของเราสูงกว่าตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อยอดขายชิ้นส่วนเครื่องจักรทางการเกษตร

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

## W — Weakness

- การส่งออกอาจจะไม่เติบโตอย่างมีนัยสำคัญในระยะยาว
- ยังคงมีสัดส่วนหลักของยอดขายจากรถญี่ปุ่น

## T — Threat

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

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	5,883	8,598	9,286	10,767	11,399
Cost of sales	5,023	6,943	7,526	8,616	9,057
<b>Gross profit</b>	<b>859</b>	<b>1,655</b>	<b>1,761</b>	<b>2,150</b>	<b>2,342</b>
% gross margin	14.6%	19.2%	19.0%	20.0%	20.5%
Selling & administration expenses	584	734	778	832	861
<b>Operating profit</b>	<b>276</b>	<b>921</b>	<b>983</b>	<b>1,318</b>	<b>1,481</b>
% operating margin	4.7%	10.7%	10.6%	12.2%	13.0%
Depreciation & amortization	620	572	567	586	603
<b>EBITDA</b>	<b>896</b>	<b>1,493</b>	<b>1,550</b>	<b>1,904</b>	<b>2,084</b>
% EBITDA margin	15.2%	17.4%	16.7%	17.7%	18.3%
Non-operating income	144	120	129	140	148
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(8)	(6)	(1)	(0)	(0)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>412</b>	<b>1,035</b>	<b>1,112</b>	<b>1,458</b>	<b>1,629</b>
Income tax	40	134	167	233	277
<b>After-tax profit</b>	<b>372</b>	<b>901</b>	<b>945</b>	<b>1,225</b>	<b>1,352</b>
% net margin	6.3%	10.5%	10.2%	11.4%	11.9%
Shares in affiliates' Earnings	3	84	100	120	130
Minority interests	(4)	(3)	(3)	(3)	(3)
Extraordinary items	0	(30)	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>371</b>	<b>953</b>	<b>1,042</b>	<b>1,342</b>	<b>1,479</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>371</b>	<b>983</b>	<b>1,042</b>	<b>1,342</b>	<b>1,479</b>
EPS (Bt)	0.9	2.2	2.5	3.2	3.5
Normalized EPS (Bt)	0.9	2.3	2.5	3.2	3.5

We estimate 2022-23F  
EPS growth of 6/29%

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	4,407	5,543	6,161	7,196	8,068
Cash & cash equivalent	2,331	2,999	3,439	4,082	4,788
Account receivables	1,311	1,751	1,883	2,183	2,311
Inventories	565	594	639	732	769
Others	200	200	200	200	200
Investments & loans	894	1,031	1,031	1,031	1,031
Net fixed assets	3,403	3,069	3,002	2,916	2,813
Other assets	252	187	202	234	247
<b>Total assets</b>	<b>8,955</b>	<b>9,830</b>	<b>10,396</b>	<b>11,378</b>	<b>12,160</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	1,501	1,892	2,040	2,349	2,474
Account payables	974	1,228	1,340	1,534	1,613
Bank overdraft & ST loans	12	0	0	0	0
Current LT debt	59	0	0	0	0
Others current liabilities	455	664	700	814	861
<b>Total LT debt</b>	<b>59</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Others LT liabilities	305	296	299	347	367
<b>Total liabilities</b>	<b>1,865</b>	<b>2,188</b>	<b>2,340</b>	<b>2,696</b>	<b>2,842</b>
Minority interest	48	0	3	3	6
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	425	425	425	425	425
Share premium	716	716	716	716	716
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
<b>Retained earnings</b>	<b>5,901</b>	<b>6,501</b>	<b>6,911</b>	<b>7,538</b>	<b>8,171</b>
Shareholders' equity	7,042	7,642	8,053	8,680	9,312
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>8,955</b>	<b>9,830</b>	<b>10,396</b>	<b>11,378</b>	<b>12,160</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	412	1,035	1,112	1,458	1,629
Tax paid	(64)	(74)	(187)	(208)	(280)
Depreciation & amortization	620	572	567	586	603
Chg In working capital	231	(215)	(65)	(199)	(87)
Chg In other CA & CL / minorities	(70)	186	156	205	180
<b>Cash flow from operations</b>	<b>1,128</b>	<b>1,503</b>	<b>1,583</b>	<b>1,843</b>	<b>2,045</b>
Capex	(427)	(238)	(500)	(500)	(500)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(5)	(138)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(55)	13	(11)	16	7
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(486)</b>	<b>(363)</b>	<b>(511)</b>	<b>(484)</b>	<b>(493)</b>
Debt financing	(187)	(120)	0	(0)	0
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(476)	(374)	(632)	(715)	(846)
Warrants & other surplus	(11)	22	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(674)</b>	<b>(473)</b>	<b>(631)</b>	<b>(715)</b>	<b>(846)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>701</b>	<b>1,265</b>	<b>1,083</b>	<b>1,343</b>	<b>1,545</b>

*SAT offers dividend yields of 7.2-9.3% in 2022-23F*

## VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	23.3	8.8	8.3	6.4	5.8
Normalized PE - at target price (x)	31.0	11.7	11.0	8.6	7.8
PE (x)	23.3	9.1	8.3	6.4	5.8
PE - at target price (x)	30.9	12.1	11.0	8.6	7.8
EV/EBITDA (x)	7.2	3.8	3.3	2.4	1.8
EV/EBITDA - at target price (x)	10.4	5.7	5.2	3.9	3.2
P/BV (x)	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
P/BV - at target price (x)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
P/CFO (x)	7.7	5.7	5.5	4.7	4.2
Price/sales (x)	1.5	1.0	0.9	0.8	0.8
Dividend yield (%)	3.0	7.4	7.2	9.3	10.3
FCF Yield (%)	8.1	14.7	12.5	15.6	17.9
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.9	2.3	2.5	3.2	3.5
EPS	0.9	2.2	2.5	3.2	3.5
DPS	0.6	1.5	1.5	1.9	2.1
BV/share	16.6	18.0	18.9	20.4	21.9
CFO/share	2.7	3.5	3.7	4.3	4.8
FCF/share	1.6	3.0	2.5	3.2	3.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

*SAT has a strong balance sheet with a net-cash position*

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	(26.5)	46.2	8.0	15.9	5.9
Net profit (%)	(58.5)	156.6	9.4	28.8	10.2
EPS (%)	(58.5)	156.6	9.4	28.8	10.2
Normalized profit (%)	(58.5)	165.0	6.0	28.8	10.2
Normalized EPS (%)	(58.5)	165.0	6.0	28.8	10.2
Dividend payout ratio (%)	68.7	66.9	60.0	60.0	60.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	14.6	19.2	19.0	20.0	20.5
Operating margin (%)	4.7	10.7	10.6	12.2	13.0
EBITDA margin (%)	15.2	17.4	16.7	17.7	18.3
Net margin (%)	6.3	10.5	10.2	11.4	11.9
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.5)
Interest coverage - EBIT (x)	35.6	159.1	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	115.5	257.9	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	4.1	10.5	10.3	12.3	12.6
ROE - using norm profit (%)	5.2	13.4	13.3	16.0	16.4
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	5.2	12.3	12.0	14.6	15.0
- asset turnover (x)	0.6	0.9	0.9	1.0	1.0
- operating margin (%)	7.1	12.1	12.0	13.5	14.3
- leverage (x)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
- interest burden (%)	98.2	99.4	99.9	100.0	100.0
- tax burden (%)	90.2	87.1	85.0	84.0	83.0
WACC (%)	11.5	11.5	11.5	11.5	11.5
ROIC (%)	4.9	16.6	18.0	24.0	26.7
NOPAT (Bt m)	249	802	836	1,107	1,229
invested capital (Bt m)	4,841	4,644	4,614	4,598	4,525

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 96 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2203A, AMAT16C2206A, AOT16C2204A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2207A, BAM16C2204A, BAM16C2204A, BANP16C2207A, BANP16C2205A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2205A, BCH16C2203A, BEC16C2207A, BEC16C2204A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2207A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CHG16C2207A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CRC16C2204A, DOHO16C2207A, DELT16C2203A, DTAC16C2203A, EA16C2207A, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, GLOB16C2203A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2207A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HANA16C2207A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2203A, IVL16C2206A, JMAR16C2206A, JMAR16C2205A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2206A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MTC16C2204A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2203A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTTE16C2203A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016P2206B, S5016C2203A, S5016C2203B, S5016C2206A, S5016P2203A, S5016P2203B, S5016P2206A, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCC16C2204A, STA16C2203A, STEC16C2204A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TRUE16C2205B, TRUE16C2205A, TRUE16C2203A, TRUE16C2203B, TU16C2204A, WHA16C2204A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CRC, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMAR, JMT, KBANK, KCE, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RCL, RS, SAWAD, SCC, SYNEC, SET50, STA, STEC, TOP, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ 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 สกทลอติคิปปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สกทลอติคิปปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

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

### 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 ตียะพิทยารัตน์  
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, แอป

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 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