

SELL (From: BUY)
Change in Recommendation

TP: Bt 10.00
Downside : 13.0%

(From: Bt 14.00)
4 MARCH 2022

Small Cap Research

TTW Public Co Ltd (TTW TB)

มีความเสี่ยงมากเกินไป

นอกจากวิกฤตโควิด และการสิ้นสุดสัมปทานของ PTW ในปี 2023 แล้ว TTW ยังเผชิญกับความเสี่ยงจากการซื้อน้ำประปาของ PWA ที่ลดลง ส่งผลให้ปริมาณขายลดลงเหลือปริมาณน้ำประปาขั้นต่ำ เราปรับกำไรลง 8-10% ในปี 2022-24F และปรับราคาเป้าหมายลงเหลือ 10 บาท ด้วยให้ yield ที่ไม่น่าสนใจที่ 5.2/5.0/4.4% ในปี 2022-24F เราปรับลดคำแนะนำเป็น “ขาย”

ปรับลดคำแนะนำเป็น “ขาย”

เราปรับลดคำแนะนำ TTW เป็น “ขาย” จาก “ซื้อ” เนื่องจากต้องเผชิญกับความเสี่ยงมากเกินไปใน 3 ปีข้างหน้า 1) นอกจากวิกฤตโควิดที่ส่งผลให้ความต้องการน้ำประปาตกลงแล้ว การประปาส่วนภูมิภาค (PWA) ลูกค้ายักษ์ใหญ่ของ TTW กำลังลดการซื้อน้ำประปาจาก TTW เป็นปริมาณการใช้ขั้นต่ำ (MOQ) 2) สัมปทานของบริษัทลูก - บริษัท ประปาปทุมธานี จำกัด (PTW) ซึ่งคิดเป็นสัดส่วน 35% ของกำไรรวมของ TTW จะสิ้นสุดในเดือนต.ค.2023 3) เราคาดว่ากำไรของ TTW จะลดลง 3 ปีติดต่อกันในปี 2022-24F 4) valuation ไม่ถูก ซื้อขายที่ PEs ที่ 15 เท่า ในปี 2022F และเพิ่มขึ้นเป็น 16/19 เท่า ในปี 2023-24F เทียบกับ PE เฉลี่ย 7 ปีที่ 17 เท่า ในปี 2015-21 เราปรับคาดการณ์ปริมาณการขายลง 15-21% ในปี 2022-24F และกำไรลง 8-10% ด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่ลดลง ทำให้ WACC สูงขึ้นเป็น 8.1-9.1% (จาก 6.7-7.7%) ในปี 2022-33F ทำให้ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2022F) ลดลงเหลือ 10 บาท/หุ้น จาก 14 บาท

ปริมาณขายลดลง

TTW จัดหาน้ำประปาให้กับ PWA ซึ่งขายน้ำให้กับประชาชนในจังหวัดสมุทรสาคร นครปฐม และปทุมธานี แม้ว่าปริมาณขายของ PWA ในพื้นที่เหล่านั้นจะลดลง 3% y-y ในปี 2021 แต่ปริมาณขายรวมของ TTW ลดลง 8% y-y ในปี 2021 และ 7% y-y ในเดือนม.ค.2022 เราเชื่อว่านี่เป็นเพราะนโยบายของ PWA ที่ต้องการปรับปรุงผลกำไรโดย 1) ลดการรับซื้อน้ำประปาจาก TTW เนื่องจากราคาขายของ TTW ที่ต่ำกว่าปริมาณรับซื้อขั้นต่ำอยู่ที่ 29.8 บาท/ลบ.ม. ในปี 2022 สูงกว่าราคาขายของ PWA ที่ 16.6 บาท สำหรับครัวเรือน, 24.1 บาท สำหรับ SME และ 28.7 บาท สำหรับบริษัทขนาดใหญ่ และ 2) เพิ่มการขายน้ำประปาจากโรงผลิตของตนเองในพื้นที่ให้บริการของ TTW เราสมมติให้ปริมาณขายของ TTW จะลดลงสู่ปริมาณขายขั้นต่ำในปีนี้ โดยคาดว่าจะเติบโต 1.5% ต่อปีในปี 2023F เป็นต้นไป

สัมปทานของ PTW สิ้นสุดในเดือนต.ค.2023

สัมปทาน build-own-operate-transfer (BOOT) 25 ปีของ PTW จะสิ้นสุดในเดือนต.ค.2023 TTW มีแผนที่จะเจรจากับ PWA เพื่อต่ออายุสัญญา เราสมมติให้ไม่ได้รับการต่ออายุในประมาณการของเรา เนื่องจากเราเชื่อว่า PWA ต้องการดำเนินการโรงผลิตด้วยตัวเอง เนื่องจากกำไรของ PTW คิดเป็นราว 35% ของยอดรวมของ TTW เราจึงคาดว่ากำไรของ TTW จะลดลง 5% y-y ในปี 2023F และ 17% y-y ในปี 2024F อย่างไรก็ตาม หากได้รับการต่ออายุสัญญาภายใต้เงื่อนไขเดิม เราเห็น upside ต่อราคาเป้าหมายของเราราว 1.5 บาท/หุ้น

ให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ไม่น่าสนใจ

แม้ว่าเราคาดว่ากำไรของบริษัทจะลดลงในปี 2022-24F แต่เราคาดว่าฐานะการเงินที่แข็งแกร่งจะยังคงทำให้สามารถจ่ายปันผลในอัตรา 80-85% ได้อย่างไรก็ตาม อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 5.2% ในปีนี้ และลดลงมาอยู่ที่ 5.0% ในปี 2023F และ 4.4% ในปี 2024F นั้นไม่น่าสนใจในมุมมองของเรา หุ้นของ TTW ซื้อขายในช่วงผลตอบแทนปันผลที่ 4.5-5.6% ในช่วงเจ็ดปีที่ผ่านมา



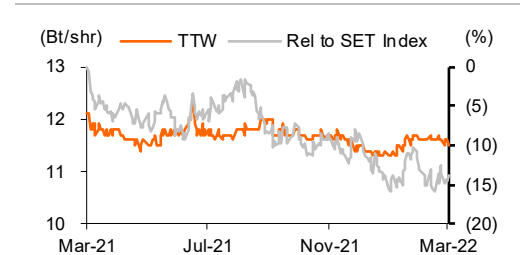
SAKSID PHADTHANANARAK

662 – 779 9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	5,806	5,531	5,349	4,106
Net profit	3,104	3,003	2,861	2,367
Consensus NP	—	3,166	3,285	2,859
Diff frm cons (%)	—	(5.1)	(12.9)	(17.2)
Norm profit	3,104	3,003	2,861	2,367
Prev. Norm profit	—	3,321	3,127	2,564
Chg frm prev (%)	—	(9.6)	(8.5)	(7.7)
Norm EPS (Bt)	0.8	0.8	0.7	0.6
Norm EPS grw (%)	5.2	(3.3)	(4.7)	(17.3)
Norm PE (x)	14.8	15.3	16.0	19.4
EV/EBITDA (x)	10.6	10.7	10.9	16.0
P/BV (x)	3.2	3.1	3.0	3.0
Div yield (%)	5.2	5.2	5.0	4.4
ROE (%)	22.3	20.8	19.1	15.5
Net D/E (%)	27.0	14.7	4.3	2.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

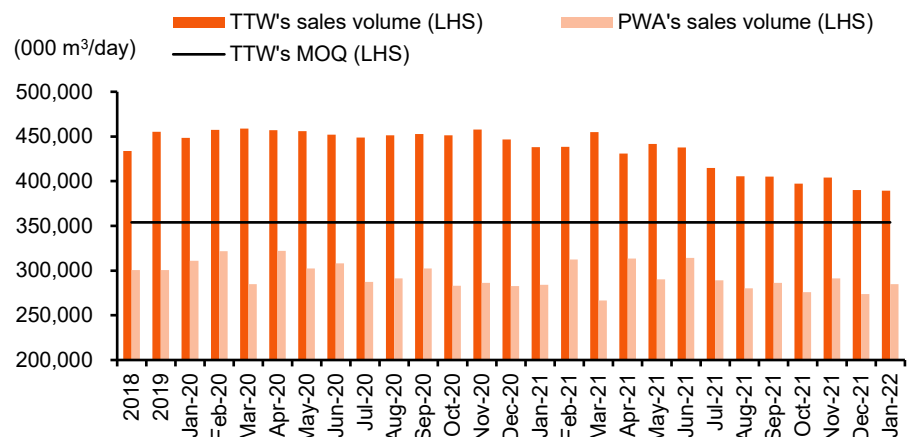
Price as of 4-Mar-22 (Bt)	11.50
Market Cap (US\$ m)	1,404.0
Listed Shares (m shares)	3,990.0
Free Float (%)	36.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.6
12M Price H/L (Bt)	12.30/11.30
Sector	Energy
Major Shareholder	CK & BEM 37.9%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

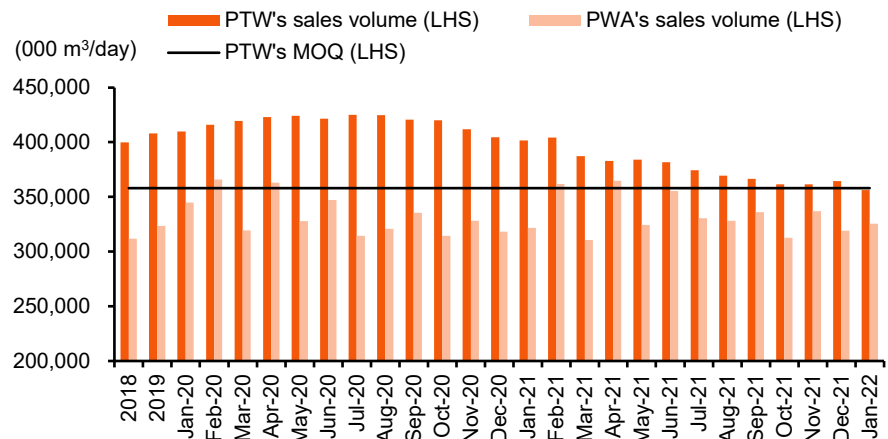
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: TTW's Sales Volume Vs. PWA's Sales Volume In TTW's Service Areas

Sources: Company data, Provincial Waterworks Authority

Ex 2: PTW's Sales Volume Vs. PWA's Sales Volume In PTW's Service Areas

Sources: Company data, Provincial Waterworks Authority

Ex 3: Water Users That The Government Plans To Collect Fees From**Water users**

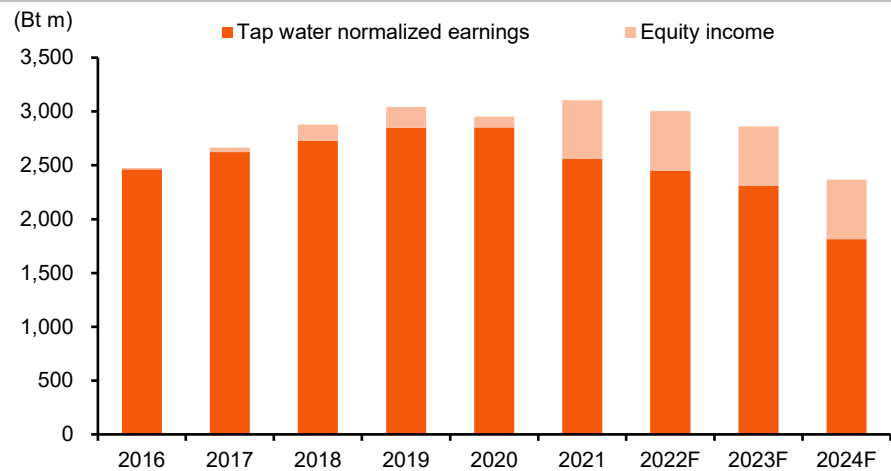
- 1) Small-scale farmers with less than 66 rai of land
Small-scale farmers with more than 66 rai of land
- 2) Medium-scale businesses with water usage of less than 30,000 cu.m./day
- 3) Large-scale businesses with water usage of over 30,000 cu.m./day

Source: Office of the National Water Resources

Ex 4: Key Assumption Changes

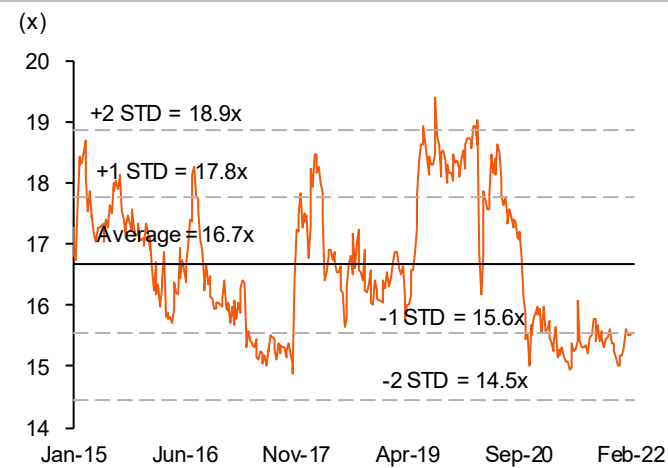
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
TTW's sales volume (000 cu.m./day)					
New	453	421	358	364	369
Old			448	457	466
Change (pp)			(20.1)	(20.4)	(20.8)
PTW's sales volume (000 cu.m./day)					
New	418	378	359	365	—
Old			397	405	—
Change (pp)			(9.6)	(9.9)	—
TTW's water tariff under the MOQ (Bt/cu.m.)					
New	29.1	29.1	29.8	30.5	31.0
Old			29.3	29.6	29.8
Change (pp)			1.7	3.0	4.0
PTW's water tariff (Bt/cu.m.)					
New	12.9	12.7	12.8	13.1	—
Old			12.8	12.9	—
Change (pp)			-	1.6	—

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: TTW's Normalized Earnings

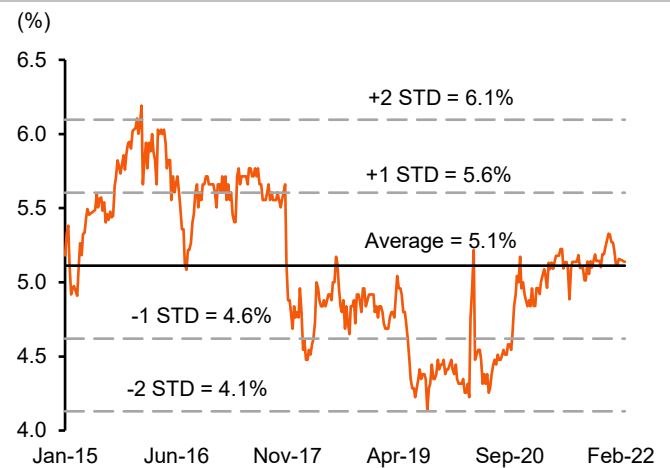
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: TTW's PE Band



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 7: TTW's Dividend Yield Standard Deviation



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 8: EV Of Construction Business

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	4,493	4,284	2,883	2,931	2,982	3,033	3,094	3,139	3,193	3,248	3,316	—
Free cash flow	3,663	3,493	2,280	2,235	2,276	2,318	2,367	2,405	2,448	2,493	2,248	32,968
PV of free cash flow	3,653	2,990	1,805	1,607	1,507	1,413	1,328	1,243	1,165	1,043	862	11,588
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.7											
WACC (%)	8.1											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	31,010											
Net debt (2021)	3,834											
Minority interest	41											
Equity value	27,134											
# of shares (m)	3,990											
Equity value/share (Bt)	6.8											

Sum-of-the-parts Valuation	% holding	(Bt m)
Enterprise value from construction business		31,010
Investment equity value		15,230
CKP	24.98%	15,230
Total enterprise value		46,240
(Less) Net debt (end-2021)		(3,834)
(Less) Minority interest		(41)
Total enterprise value		42,365
# of shares (fully diluted) (m shares)		3,990
Sum of the parts (Bt)		10

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 9: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
			22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Beijing Enterprises Water	371 HK	Hong Kong	17.5	10.9	6.2	5.6	0.7	0.7	11.5	10.7	6.2	6.8
China Water Affairs	855 HK	Hong Kong	17.1	12.9	6.6	5.9	1.1	1.0	7.1	6.3	4.4	4.9
Manila Water	MWC PM	Philippines	na	62.6	12.1	7.5	0.8	0.7	8.9	7.0	2.3	2.8
American Water Works	AWK US	USA	4.8	8.5	34.8	32.1	3.7	3.3	18.6	17.3	1.7	1.8
TTW Public Co Ltd	TTW TB*	Thailand	(3.3)	(4.7)	15.3	16.0	3.1	3.0	10.7	10.9	5.2	5.0
Average			9.0	18.0	15.0	13.4	1.9	1.7	11.4	10.4	4.0	4.3

Source: Bloomberg
Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS
Based on 4-Mar-22 closing prices

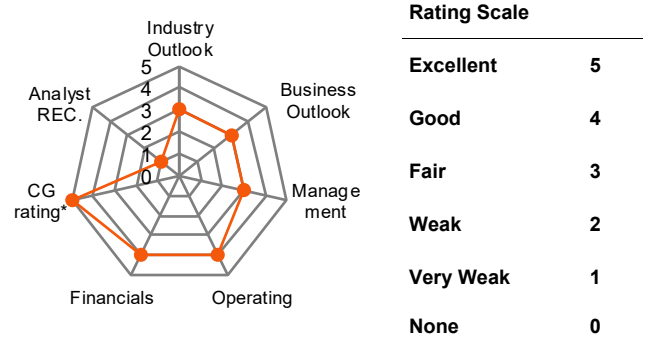
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

TTW ก่อตั้งขึ้นในปี 2000 ประกอบกิจการในการผลิตและจำหน่ายน้ำประปาให้กับการประปาส่วนภูมิภาค (PWA) ในพื้นที่จังหวัดสมุทรสาคร และบางส่วนในจังหวัดนครปฐม บริษัทฯ ได้รับสัมปทานดำเนินธุรกิจผลิตและจำหน่ายน้ำประปาเมื่อเดือนมี.ค. 2005 ซึ่งสัญญาดังกล่าวมีอายุ 25 ปี นอกจากนี้ยังได้ลงนามในสัญญา 30 ปี (สิ้นสุดในปี 2034) กับ PWA เพื่อจำหน่ายน้ำประปาในพื้นที่ให้บริการ ขณะที่ PTW บริษัทย่อยของ TTW (ถือหุ้น 98%) ถูกจัดตั้งขึ้นในปี 1995 และได้รับสัมปทานผลิตน้ำประปาในจังหวัดปทุมธานีเป็นเวลา 25 ปี (สิ้นสุดปี 2023)

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- TTW เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายน้ำประปาเพียงรายเดียวในพื้นที่ที่บริษัทฯ ให้บริการ
- มีอุปสรรคในการเข้ามายังตลาดสูง เนื่องจากมีการลงทุนสูง และยากลำบากในการก่อสร้างเครือข่ายกระจายน้ำใต้ดิน
- มีการกำหนดปริมาณน้ำขั้นต่ำที่รัฐบาลจะต้องซื้อจาก TTW

O — Opportunity

- พื้นที่ซึ่ง TTW ให้บริการมีการพัฒนาเป็นแหล่งอุตสาหกรรมและพาณิชย์อย่างรวดเร็ว
- รัฐบาลมีนโยบายสนับสนุนให้ใช้น้ำประปา และลดการใช้น้ำบาดาล
- น้ำบาดาลมีคุณภาพต่ำกว่า เนื่องจากมีสารปนเปื้อนที่เป็นอันตราย

W — Weakness

- การขยายกำลังการผลิตจำเป็นต้องเจรจากับ PWA เนื่องจากเป็นลูกค้ารายเดียวของ TTW
- ไม่สามารถคาดเดาแนวโน้มในอนาคตหลังจากสัมปทานสิ้นสุดได้
- ไม่สามารถควบคุมคุณภาพน้ำดิบได้ ซึ่งอาจจะส่งผลกระทบต่อต้นทุนการผลิตของบริษัทฯ

T — Threat

- มีความเสี่ยงด้านหลักเกณฑ์ และกฎหมายสูง
- ภาวะเงินฝืดเป็นปัจจัยลบสำหรับ TTW เนื่องจากค่าน้ำประปาจะถูกปรับลดลงตามอัตราเงินฝืด
- นโยบายใหม่ของ PWA ในการลงทุนขยายกำลังการผลิตด้วยตัวเอง อาจส่งผลกระทบต่อการขายตัวของ TTW ในอนาคต

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	12.70	10.00	-21%
Net profit 22F (Bt m)	3,166	3,003	-5%
Net profit 23F (Bt m)	3,285	2,861	-13%
Consensus REC	BUY: 3	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2022-23F ของเรต่ำกว่าของตลาด 5-13% เนื่องจากเราสมมติให้ปริมาณขายลดลง
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาดตามประมาณการกำไรของเราที่ต่ำกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- มี upside risk ต่อประมาณการของเรา หากการประปาส่วนภูมิภาคเปลี่ยนแปลงนโยบายเพื่อรับซื้อน้ำประปาจาก TTW เพิ่ม เนื่องจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจภายในประเทศที่แข็งแกร่ง ส่งผลให้เกิดความเสี่ยงที่เป็นลบต่อประมาณการปริมาณการขายของเรา
- อัตราเงินเฟ้อที่สูงกว่าที่คาดการณ์ไว้จะเป็นความเสี่ยงเชิงบวกต่อสมมติฐานราคาขายของเรา
- หาก TTW ประสบความสำเร็จในการเจรจากับ กปภ. เพื่อขยายสัญญาสัมปทานของ PTW ซึ่งจะสิ้นสุดในเดือนตุลาคม 2023 ก็อาจมีความเสี่ยงด้านบวกต่อประมาณการกำไรของเราในปี 2023F เป็นต้นไป

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	6,180	5,806	5,531	5,349	4,106
Cost of sales	1,862	1,845	1,780	1,800	1,244
Gross profit	4,318	3,961	3,752	3,549	2,861
% gross margin	69.9%	68.2%	67.8%	66.4%	69.7%
Selling & administration expenses	511	502	498	508	452
Operating profit	3,807	3,460	3,254	3,041	2,410
% operating margin	61.6%	59.6%	58.8%	56.9%	58.7%
Depreciation & amortization	1,166	1,229	1,239	1,243	473
EBITDA	4,974	4,689	4,493	4,284	2,883
% EBITDA margin	80.5%	80.8%	81.2%	80.1%	70.2%
Non-operating income	23	16	19	19	16
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(275)	(249)	(190)	(154)	(143)
Pre-tax profit	3,556	3,227	3,083	2,905	2,283
Income tax	685	651	617	581	457
After-tax profit	2,871	2,576	2,466	2,324	1,826
% net margin	46.5%	44.4%	44.6%	43.5%	44.5%
Shares in affiliates' Earnings	101	544	552	551	552
Minority interests	(20)	(16)	(15)	(15)	(11)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	2,951	3,104	3,003	2,861	2,367
Normalized profit	2,951	3,104	3,003	2,861	2,367
EPS (Bt)	0.7	0.8	0.8	0.7	0.6
Normalized EPS (Bt)	0.7	0.8	0.8	0.7	0.6

We expect three consecutive years of earnings falls due to...

...lower sales volume and PTW's concession ending in October 2023F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	4,017	4,229	4,539	4,522	4,399
Cash & cash equivalent	3,404	3,664	4,000	4,000	4,000
Account receivables	558	514	490	474	364
Inventories	26	25	24	24	17
Others	29	26	25	24	18
Investments & loans	5,968	6,224	6,224	6,224	6,224
Net fixed assets	11,182	10,602	9,813	9,020	8,747
Other assets	1,675	1,449	1,127	877	877
Total assets	22,842	22,504	21,703	20,643	20,247
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,406	3,022	1,014	884	729
Account payables	205	130	125	127	87
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	760	2,460	494	373	347
Others current liabilities	441	432	395	385	294
Total LT debt	7,497	5,038	5,681	4,284	3,995
Others LT liabilities	240	249	189	183	140
Total liabilities	9,143	8,309	6,883	5,350	4,864
Minority interest	44	41	57	71	83
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	3,990	3,990	3,990	3,990	3,990
Share premium	2,638	2,638	2,638	2,638	2,638
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(504)	(713)	(713)	(713)	(713)
Retained earnings	7,532	8,239	8,848	9,306	9,385
Shareholders' equity	13,655	14,154	14,763	15,221	15,300
Liabilities & equity	22,842	22,504	21,703	20,643	20,247

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	3,556	3,227	3,083	2,905	2,283
Tax paid	(689)	(657)	(636)	(587)	(519)
Depreciation & amortization	1,166	1,229	1,239	1,243	473
Chg In working capital	54	(30)	21	17	79
Chg In other CA & CL / minorities	79	563	536	548	530
Cash flow from operations	4,166	4,332	4,242	4,127	2,845
Capex	(536)	(402)	(200)	(200)	(200)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(51)	(256)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	90	(50)	12	(6)	(42)
Cash flow from investments	(497)	(708)	(188)	(206)	(242)
Debt financing	(999)	(759)	(1,323)	(1,518)	(314)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(2,393)	(2,394)	(2,394)	(2,402)	(2,289)
Warrants & other surplus	16	(212)	0	0	0
Cash flow from financing	(3,377)	(3,364)	(3,717)	(3,921)	(2,603)
Free cash flow	3,630	3,930	4,042	3,927	2,645

Though we still see TTW as a cash cow allowing it to maintain high dividend payout ratios...

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	15.5	14.8	15.3	16.0	19.4
Normalized PE - at target price (x)	13.5	12.9	13.3	13.9	16.9
PE (x)	15.5	14.8	15.3	16.0	19.4
PE - at target price (x)	13.5	12.9	13.3	13.9	16.9
EV/EBITDA (x)	10.2	10.6	10.7	10.9	16.0
EV/EBITDA - at target price (x)	9.0	9.3	9.4	9.5	14.0
P/BV (x)	3.4	3.2	3.1	3.0	3.0
P/BV - at target price (x)	2.9	2.8	2.7	2.6	2.6
P/CFO (x)	11.0	10.6	10.8	11.1	16.1
Price/sales (x)	7.4	7.9	8.3	8.6	11.2
Dividend yield (%)	5.2	5.2	5.2	5.0	4.4
FCF Yield (%)	7.9	8.6	8.8	8.6	5.8
(Bt)					
Normalized EPS	0.7	0.8	0.8	0.7	0.6
EPS	0.7	0.8	0.8	0.7	0.6
DPS	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
BV/share	3.4	3.5	3.7	3.8	3.8
CFO/share	1.0	1.1	1.1	1.0	0.7
FCF/share	0.9	1.0	1.0	1.0	0.7

...its earnings fall means unattractive yields of 5.2/5.0/4.4% in 2022-24F

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	1.1	(6.0)	(4.7)	(3.3)	(23.2)
Net profit (%)	(5.6)	5.2	(3.3)	(4.7)	(17.3)
EPS (%)	(5.6)	5.2	(3.3)	(4.7)	(17.3)
Normalized profit (%)	(2.9)	5.2	(3.3)	(4.7)	(17.3)
Normalized EPS (%)	(2.9)	5.2	(3.3)	(4.7)	(17.3)
Dividend payout ratio (%)	81.1	77.1	80.0	80.0	85.0
Operating performance					
Gross margin (%)	69.9	68.2	67.8	66.4	69.7
Operating margin (%)	61.6	59.6	58.8	56.9	58.7
EBITDA margin (%)	80.5	80.8	81.2	80.1	70.2
Net margin (%)	46.5	44.4	44.6	43.5	44.5
D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.3	0.1	0.0	0.0
Interest coverage - EBIT (x)	13.9	13.9	17.1	19.7	16.9
Interest coverage - EBITDA (x)	18.1	18.8	23.7	27.8	20.2
ROA - using norm profit (%)	12.8	13.7	13.6	13.5	11.6
ROE - using norm profit (%)	22.1	22.3	20.8	19.1	15.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	21.5	18.5	17.1	15.5	12.0
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
- operating margin (%)	62.0	59.9	59.2	57.2	59.1
- leverage (x)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
- interest burden (%)	92.8	92.8	94.2	95.0	94.1
- tax burden (%)	80.7	79.8	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1
ROIC (%)	16.0	14.9	14.5	14.4	12.1
NOPAT (Bt m)	3,073	2,762	2,603	2,433	1,928
invested capital (Bt m)	18,508	17,988	16,937	15,878	15,642

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 90 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2203A, AMAT16C2206A, AOT16C2204A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2204A, BANP16C2205A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2207A, BCH16C2203A, BEC16C2207A, BEC16C2204A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CHG16C2207A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CRC16C2204A, DELT16C2203A, DTAC16C2203A, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, GLOB16C2203A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, 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, DTAC, EA, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RCL, RS, SAWAD, SCC, SYNTEC, 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 เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ 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

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรสมิล 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 มีการรวมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกัน ได้แก่ นางอติวัน ไตรลัดจะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

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

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ
พัทธดนย์ บุณนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรชดา สรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

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

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

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

Thematic Research, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย
พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

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

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

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

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเท่ง
รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลิกรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต
Tel: 662-779-9117
sunset.rak@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@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