

SELL (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 6.60

Downside : 14.8%

(From: Bt 6.80)

31 MARCH 2022

Small Cap Research

AMATA VN Pcl. (AMATAV TB)

อุปทานเข้ามาล่าช้า

เนื่องจากการเข้าซื้อที่ดินนิคมอุตสาหกรรมใหม่ล่าช้าไปยัง 4Q22 เราจึงปรับลดกำไรของเราลง 23/28% ในปี 2022-23F แม้ว่ากำไรจะฟื้นตัวแข็งแกร่งที่ 40/70% ในปีดังกล่าว แต่ PE ที่ลดลงอย่างมากมาอยู่ที่ 19 เท่า ในปี 2023 ยังคงดูแพงไปสำหรับเรา เนื่องจากการที่ผันผวนสูงโดยธรรมชาติของธุรกิจขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรม คงคำแนะนำ “ขาย”



RATA LIMSUTHIWANPOOM

662 – 483 8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ปรับลดกำไร คงคำแนะนำ “ขาย”

ปัจจุบัน AMATAV ขายแต่ที่ดินที่ถมทะเลซึ่งช้าลงเท่านั้น และที่ดินเปล่าเฟสแรกกำลังจะหมดลง บริษัทฯ คาดว่าเฟสสองจะเข้ามาในปลายปีนี้ แต่อย่างไรก็ตาม การดำเนินการนี้ช้ากว่าที่เราคาดไว้ และมีความเสี่ยงต่อรายได้จากการโอนที่ดิน นอกจากนี้ AMATAV ยังมีแผนที่จะขายโรงงานให้เช่าทั้งหมดอีกด้วย ซึ่งเราคาดว่าจะมีกำไร 800 ลบ. และหนุนให้กำไรสุทธิปี 2022F ของเราเพิ่มขึ้น 258% สำหรับกำไรปกติ เราปรับลดประมาณการลง 23/28/17% ในปี 2022-24F สะท้อนรายได้ค่าเช่าโรงงานที่ลดลงอย่างมาก รายได้การโอนที่ดินนิคมอุตสาหกรรมที่ลดลง และการลดลงของอัตรากำไรขั้นต้น หลังปรับลดกำไร เราคาดว่ากำไรปกติจะเติบโต 40/70% ในปี 2022-23F แม้จะเติบโตแข็งแกร่ง แต่ AMATAV ยังคงดูแพง คงคำแนะนำ “ขาย” ราคาเป้าหมาย NAV ที่ 6.6 บาท (จากเดิม 6.8 บาท)

อุปทานที่ดินใหม่ ...

นิคมอุตสาหกรรม Bien Hoa อายุ 27 ปี ซึ่งเป็นนิคมฯ แห่งแรกของบริษัทฯ อยู่ทางตอนใต้ของเวียดนาม ไม่มีที่ดินขายมาแล้วหลายปี ขณะที่นิคมอุตสาหกรรม Long Than ซึ่งเป็น IE แห่งที่สองในจังหวัดใกล้เคียงต้องเลื่อนการเปิดตัวมาตั้งแต่ปี 2015 เนื่องจากกระบวนการช้าในการรับที่ดินจากรัฐบาล ส่วน IE แห่งที่สามของ AMATAV ในฮาลองตอนเหนือของเวียดนาม ซึ่งเปิดขายครั้งแรกในปีที่แล้ว ตอนนี้มีพื้นที่ขายเพียง 190 ไร่ โดยอุปทานที่ดินเฟสสอง 500 ไร่ น่าจะได้รับมอบจากรัฐบาลใน 4Q22 สำหรับนิคมอุตสาหกรรม Long Than บริษัทฯ คาดว่าจะได้รับที่ดินบางส่วนราว 10% (170 ไร่) ของพื้นที่รวมในปีนี้ ซึ่งเสร็จสิ้นการเวนคืนที่ดินแล้ว บริษัทฯ คาดว่ารัฐบาลท้องถิ่นจะดำเนินขั้นตอนสุดท้ายในการลงนามและส่งมอบที่ดินเช่าที่ดิน

...เพื่อรองรับการเติบโตของการขายที่ดิน

การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศของเวียดนามมีแนวโน้มฟื้นตัวหลังโควิด ซึ่งฟื้นตัวแล้ว 9% ในปีที่แล้ว แต่ยังต่ำกว่าปี 2019 ราว 20% ด้วยมีอุปทานที่ดินใหม่และมาตรการโควิดสิ้นสุดลง เราคาดว่าจะมียอด presales 438/500/500 ไร่ต่อปี ในปี 2022-24F เทียบกับการขายในอดีต 322 ไร่ ในปี 2021 ให้กับผู้ผลิตพลังงานแสงอาทิตย์ กลุ่มลูกค้าที่คาดว่าจะขายล็อตใหญ่ให้ไต้หวันคือผู้ผลิตชิ้นส่วนรถยนต์ เราคาดว่ากำไรปกติจะเติบโต 40/70/34% ในปี 2022-24F AMATAV มี Backlog ที่ดินเพื่อการพาณิชย์ที่ Bien Hoa 75 ไร่ คาดโอนในปี 2023-25F

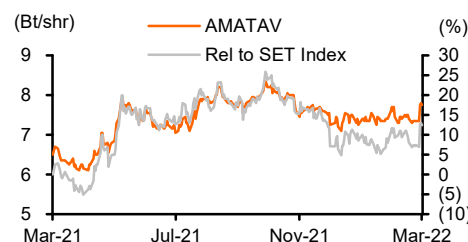
มูลค่าไม่น่าสนใจ

เรามองว่า AMATAV มีมูลค่าแพง แม้ว่าจะมีการฟื้นตัวที่แข็งแกร่ง แต่ยังคงซื้อขายที่ PE ที่ 33 เท่า ในปี 2022F และ 19 เท่า ในปี 2023F เนื่องจากการที่ผันผวนสูงโดยธรรมชาติ เราจึงมองว่าหุ้นควรซื้อขายในช่วง 10-15 เท่า ในช่วงที่มีกำไรที่ดี รายได้ที่เกิดขึ้นประจำที่มีคุณภาพที่สูงเริ่มลดลง เนื่องจากการขายโรงงานให้เช่า เรามองว่ารายได้ค่าเช่าที่มีคุณภาพสูงจะลดลงจาก 490 ลบ. ในปี 2021 เป็น 290 ลบ. ในปี 2024F หรือเพียง 10% ของรายได้

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	1,558	1,997	3,027	3,283
Net profit	686	1,021	374	503
Consensus NP	—	na	na	na
Diff frm cons (%)	—	na	na	na
Norm profit	158	221	374	503
Prev. Norm profit	—	285	521	608
Chg frm prev (%)	—	(22.6)	(28.2)	(17.3)
Norm EPS (Bt)	0.2	0.2	0.4	0.5
Norm EPS grw (%)	na	39.9	69.8	34.3
Norm PE (x)	46.0	32.9	19.4	14.4
EV/EBITDA (x)	22.8	18.9	14.1	10.9
P/BV (x)	1.7	1.6	1.5	1.4
Div yield (%)	0.6	5.6	2.1	2.8
ROE (%)	4.6	4.9	8.0	10.2
Net D/E (%)	66.8	56.1	63.2	51.5

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

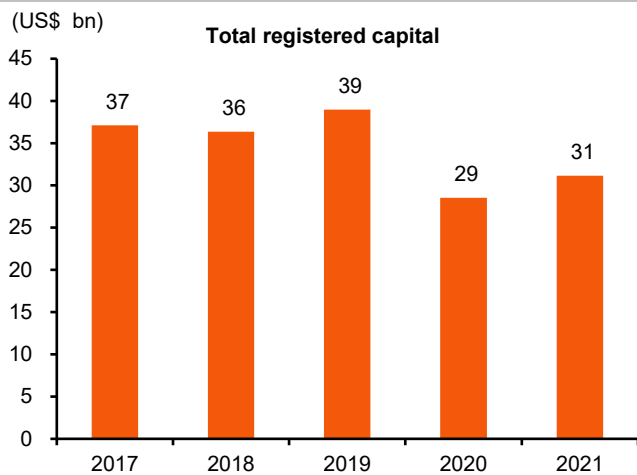
Price as of 31-Mar-22 (Bt)	7.75
Market Cap (US\$ m)	218.0
Listed Shares (m shares)	935.0
Free Float (%)	26.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.0
12M Price H/L (Bt)	8.35/6.10
Sector	Industrial Estate
Major Shareholder	AMATA 72.9%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาดาวน์โหลดรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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



Ex 1: Vietnam FDI Has Started To Rebound

Source: General Statistics Office In Vietnam

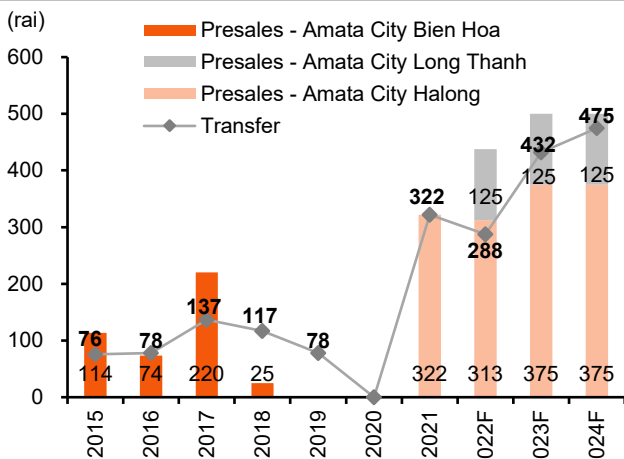
Ex 2: AMATAV's Landbank Status

(Unit: rai)	Approved area*	Available for sales	Expecting new supply in 2022F
Long Thanh	1,700	-	170
Halong	2,800	190	500
Quang Tri**	768	-	-
Total	5,268	190	670

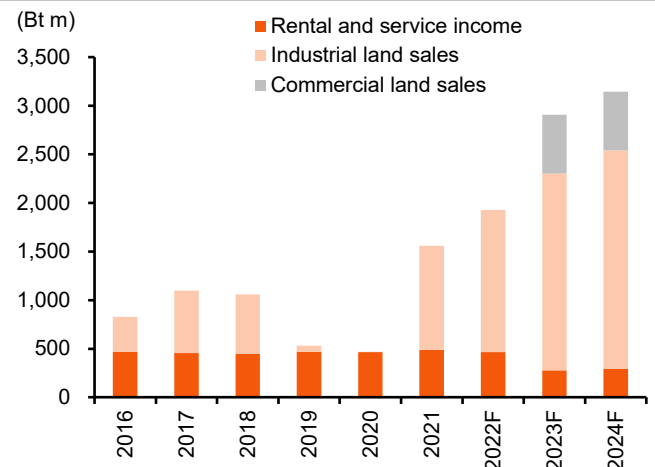
Source: Company data

Note: *The area has already received an investment certificate from the government. The next step is to sign a lease contract with the government, carry out and clearance and have the land handed over, which is considered to be the hardest part of the whole process.

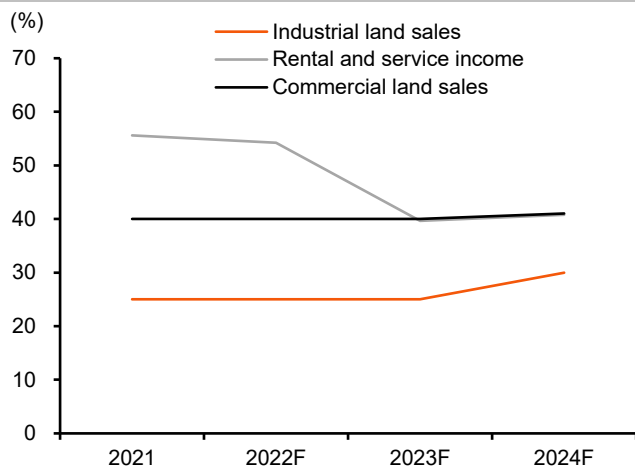
**This is under a joint-venture project which AMATAV holds 18%-stake

Ex 3: Land Presales And Transfer Forecasts

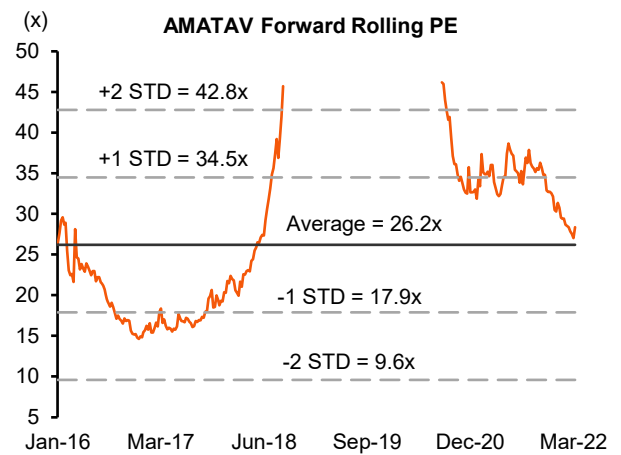
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Revenue Forecasts

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Gross Margin Forecasts

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: IE Stock Normally Trades At 10-15x

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: IE stands for industrial estate

Ex 7: AMATAV Trades At An 17% Premium To Our New NAV Estimate Of Bt6.6/share

	Sellable area (rai)		Equity value
	Developed	Raw land	(Bt/share)
Bien Hoa - Commercial Complex	75	—	1.3
Long Thanh - Industrial park	125	1,669	1.2
Halong - Industrial park	2,800	—	4.1
Total			6.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Key Assumptions Change

	2021	2022F	2023F	2024F
Industrial land transfer (rai)				
New	322	188	315	352
Old		394	495	493
Gross margin - Industrial land (%)				
New	25	25	25	30
Old	25	30	30	35
Rental income (Bt m)				
New	266	240	48	58
Old		279	293	308
Change (%)		(14.3)	(83.7)	(81.0)
Extra item: gain on factory sales (Bt m)	360	800	0	0
Normalized profit (Bt m)				
New	158	221	374	503
Old		285	521	608
Change (%)		(22.6)	(28.2)	(17.3)
Net profit (Bt m)				
New	686	1,021	374	503
Old		285	521	608
Change (%)		(258.2)	(28.2)	(17.3)

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)	(%)	(%)
Sembcorp Industri	SCI SP	Singapore	59.3	11.8	10.9	9.7	1.1	1.0	9.2	8.7	2.3	2.7
Bekasi Fajar Industrial Estate	BEST IJ	Indonesia	45.5	na	na	18.3	0.2	0.2	12.1	8.4	0.1	1.9
Alam Sutera Realty	ASRI IJ	Indonesia	59.3	31.2	11.5	8.7	0.3	0.3	7.8	6.8	na	na
Bumi Serpong Damai	BSDE IJ	Indonesia	48.3	20.0	12.4	10.4	0.6	0.6	7.7	7.2	0.7	0.7
Ciputra Development	CTRA IJ	Indonesia	(6.3)	7.8	13.6	12.6	1.1	1.0	8.3	8.1	1.9	2.1
Lippo Karawaci	LPKR IJ	Indonesia	na	110.6	21.3	10.1	0.5	0.4	10.2	8.7	0.0	0.0
Pakuwon Jati	PWON IJ	Indonesia	34.6	16.3	14.2	12.2	1.4	1.3	9.5	8.4	0.8	1.0
Summarecon Agung	SMRA IJ	Indonesia	53.0	37.3	24.5	17.9	1.4	1.3	10.7	9.3	0.5	0.7
Surya Semesta	SSIA IJ	Indonesia	na	179.0	38.3	13.7	0.5	0.5	6.2	4.7	0.0	0.6
Amata Corporation *	AMATA TB	Thailand	80.2	40.8	18.5	13.1	1.5	1.4	13.8	10.7	2.2	3.0
Amata VN *	AMATAV TB	Thailand	39.9	69.8	32.9	19.4	1.6	1.5	18.9	14.1	5.6	2.1
Frasers Property *,**	FPT TB	Thailand	57.3	26.3	15.2	12.1	1.0	1.0	18.0	15.2	2.6	3.3
WHA Corp PCL *	WHA TB	Thailand	18.7	16.9	15.7	13.4	1.7	1.6	25.6	19.8	2.8	3.0
Average			43.1	47.3	19.1	13.2	1.0	0.9	12.2	10.0	1.6	1.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

** FPT's fiscal year ends in September

Based on 31-Mar-22 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

อมตะ วีเอ็น (AMATAV) เป็น บริษัท โฮลดิ้ง ลงทุน 90% ใน บริษัท อมตะ (เวียดนาม) ทำธุรกิจพัฒนาที่ดินโครงการนิคมฯและ โครงการเชิงพาณิชย์ และที่อยู่อาศัยและขายสิทธิการเช่าที่ดินใน Amata City Bien Hoa ใน จังหวัดดองไน ภาคใต้ของเวียดนามตั้งแต่ปี 1994 นอกจากนี้ AMATAV ได้ ลงทุน 2 นิคมใหม่ อมตะ ซิตี้ ลองถั่น ในดองไน และอมตะ ซิตี้ ฮาลอง ใน กว่างนินห์

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ตั้งอยู่ใกล้กับเครือข่ายโลจิสติกและห่างจากเมืองโฮจิมินห์เพียง 30 กม.
- ประสบการณ์ลงทุนธุรกิจนิคมอุตสาหกรรมในเวียดนามกว่า 20 ปี
- เป็นที่รู้จักกันดีในเรื่องของนิคมอุตสาหกรรมที่มีคุณภาพสูง

O — Opportunity

- การขยายกำลังการผลิตของบริษัทอิเล็กทรอนิกส์และซัพพลายเออร์
- การกระจายการลงทุนไปธุรกิจที่มีรายได้สม่ำเสมอไปยังธุรกิจ สาธารณูปโภค โดยเฉพาะ ธุรกิจไฟฟ้า
- การขยายตัวไปยังทางตอนเหนือของเวียดนามซึ่งติดกับประเทศจีน

CONSENSUS COMPARISON

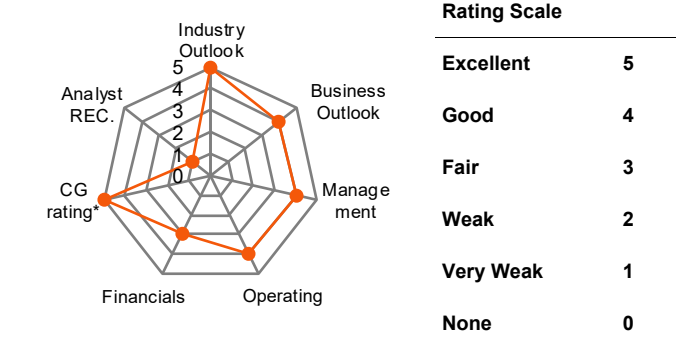
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	na	6.60	na
Net profit 22F (Bt m)	na	1,021	na
Net profit 23F (Bt m)	na	374	na
Consensus REC	BUY: 0	HOLD: 0	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ไม่มีคาดการณ์กำไรของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- กำไรขึ้นอยู่กับการขายที่ดินอย่างมาก ทำให้กำไรมีความผันผวนสูง
- เป็นธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนสูง
- บริษัทมีสัดส่วนจากธุรกิจที่มีรายได้สม่ำเสมอต่ำกว่าบริษัทอื่นๆในกลุ่มเดียวกัน

T — Threat

- ความเสี่ยงด้านกฎหมายของรัฐบาลเวียดนาม
- มีความอ่อนไหวต่อเศรษฐกิจสูง
- ความผันผวนของค่าเงิน
- ค่าแรงสูงขึ้น
- ความไม่ชัดเจนของกฎระเบียบ

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากเศรษฐกิจในประเทศเวียดนามและการส่งออกสูงกว่าคาด เราเห็น upside ต่อสมมติฐานยอดขายที่ดินอุตสาหกรรมและเชิงพาณิชย์ของเรา
- หากการรับโอนที่ดินจากรัฐ การได้ใบอนุญาตก่อสร้าง การเคลียร์ที่ดิน กระบวนการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน ดำเนินการได้เร็วกว่าที่เราคาด จะมี upside ต่อประมาณการยอดขายที่ดินอุตสาหกรรมของเรา
- หากราคาขายที่ดิน และอัตราค่าเช่าขึ้นต้นสูงกว่าสมมติฐานของเรา จะเป็น upside ต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

We expect the Halong and Long Thanh estates to drive 2022-23F earnings

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	467	1,558	1,997	3,027	3,283
Cost of sales	224	1,019	1,362	2,134	2,203
Gross profit	243	539	636	892	1,080
% gross margin	52.0%	34.6%	31.8%	29.5%	32.9%
Selling & administration expenses	120	156	173	203	218
Operating profit	122	384	462	689	862
% operating margin	26.2%	24.6%	23.2%	22.8%	26.3%
Depreciation & amortization	81	83	86	79	90
EBITDA	204	466	548	768	952
% EBITDA margin	43.7%	29.9%	27.5%	25.4%	29.0%
Non-operating income	38	50	57	57	59
Non-operating expenses	(1)	(11)	(5)	(5)	(5)
Interest expense	(134)	(153)	(143)	(137)	(140)
Pre-tax profit	26	271	371	604	776
Income tax	30	54	74	121	155
After-tax profit	(4)	216	297	483	621
% net margin	-0.9%	13.9%	14.8%	16.0%	18.9%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	(10)	(59)	(76)	(109)	(118)
Extraordinary items	(17)	528	800	0	0
NET PROFIT	(30)	686	1,021	374	503
Normalized profit	(14)	158	221	374	503
EPS (Bt)	(0.0)	0.7	1.1	0.4	0.5
Normalized EPS (Bt)	(0.0)	0.2	0.2	0.4	0.5

BALANCE SHEET

Majority of assets locked in at its long-delayed Long Thanh estate

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	1,237	3,247	3,513	4,948	5,196
Cash & cash equivalent	107	1,075	729	729	729
Account receivables	123	771	985	1,493	1,619
Inventories	950	1,006	1,343	2,105	2,173
Others	57	395	456	622	675
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	743	603	139	168	190
Other assets	5,841	7,997	8,086	8,169	8,228
Total assets	7,821	11,847	11,737	13,286	13,614
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,075	3,241	2,492	3,350	3,518
Account payables	89	630	842	1,320	1,363
Bank overdraft & ST loans	0	590	306	347	312
Current LT debt	917	1,195	422	479	431
Others current liabilities	69	826	923	1,204	1,413
Total LT debt	3,149	2,656	3,092	3,510	3,157
Others LT liabilities	729	910	648	716	783
Total liabilities	4,954	6,806	6,232	7,576	7,458
Minority interest	337	768	844	953	1,072
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	468	468	468	468	468
Share premium	1,118	1,118	1,118	1,118	1,118
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	348	1,404	1,000	1,000	1,000
Retained earnings	597	1,283	2,076	2,171	2,499
Shareholders' equity	2,530	4,272	4,661	4,757	5,084
Liabilities & equity	7,821	11,847	11,737	13,286	13,614

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	26	271	371	604	776
Tax paid	(61)	(10)	(75)	(82)	(154)
Depreciation & amortization	81	83	86	79	90
Chg In working capital	(537)	(163)	(339)	(792)	(152)
Chg In other CA & CL / minorities	(67)	641	(86)	(40)	36
Cash flow from operations	(557)	821	(43)	(231)	597
Capex	(67)	57	383	(100)	(100)
Right of use	(34)	13	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	72	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(623)	(1,522)	617	144	165
Cash flow from investments	(652)	(1,453)	950	(6)	15
Debt financing	22	543	(621)	516	(436)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(20)	(15)	(227)	(279)	(175)
Warrants & other surplus	33	1,071	(404)	0	0
Cash flow from financing	34	1,599	(1,252)	238	(612)
Free cash flow	(624)	878	340	(331)	497

Working capital for more
land expropriation,
developing new
infrastructure

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	46.0	32.9	19.4	14.4
Normalized PE - at target price (x)	na	39.1	28.0	16.5	12.3
PE (x)	na	10.6	7.1	19.4	14.4
PE - at target price (x)	na	9.0	6.0	16.5	12.3
EV/EBITDA (x)	55.0	22.8	18.9	14.1	10.9
EV/EBITDA - at target price (x)	49.7	20.5	16.9	12.7	9.8
P/BV (x)	2.9	1.7	1.6	1.5	1.4
P/BV - at target price (x)	2.4	1.4	1.3	1.3	1.2
P/CFO (x)	(13.0)	8.8	(166.8)	(31.4)	12.1
Price/sales (x)	15.5	4.7	3.6	2.4	2.2
Dividend yield (%)	0.0	0.6	5.6	2.1	2.8
FCF Yield (%)	(8.6)	12.1	4.7	(4.6)	6.9
(Bt)					
Normalized EPS	(0.0)	0.2	0.2	0.4	0.5
EPS	(0.0)	0.7	1.1	0.4	0.5
DPS	0.0	0.1	0.4	0.2	0.2
BV/share	2.7	4.6	5.0	5.1	5.4
CFO/share	(0.6)	0.9	(0.0)	(0.2)	0.6
FCF/share	(0.7)	0.9	0.4	(0.4)	0.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

The stock trades at a
premium to our NAV-
based TP of Bt6.6/share

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(12.1)	233.8	28.2	51.5	8.5
Net profit (%)	na	na	48.7	(63.3)	34.3
EPS (%)	na	na	48.7	(63.3)	34.3
Normalized profit (%)	na	na	39.9	69.8	34.3
Normalized EPS (%)	na	na	39.9	69.8	34.3
Dividend payout ratio (%)	0.0	6.8	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	52.0	34.6	31.8	29.5	32.9
Operating margin (%)	26.2	24.6	23.2	22.8	26.3
EBITDA margin (%)	43.7	29.9	27.5	25.4	29.0
Net margin (%)	(0.9)	13.9	14.8	16.0	18.9
D/E (incl. minor) (x)	1.4	0.9	0.7	0.8	0.6
Net D/E (incl. minor) (x)	1.4	0.7	0.6	0.6	0.5
Interest coverage - EBIT (x)	0.9	2.5	3.2	5.0	6.2
Interest coverage - EBITDA (x)	1.5	3.1	3.8	5.6	6.8
ROA - using norm profit (%)	na	1.6	1.9	3.0	3.7
ROE - using norm profit (%)	na	4.6	4.9	8.0	10.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	6.4	6.6	10.3	12.6
- asset turnover (x)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
- operating margin (%)	34.2	27.2	25.7	24.5	27.9
- leverage (x)	3.0	2.9	2.6	2.7	2.7
- interest burden (%)	16.1	63.9	72.1	81.5	84.7
- tax burden (%)	na	79.9	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
ROIC (%)	(0.4)	4.7	4.8	7.1	8.2
NOPAT (Bt m)	(19)	306	370	552	690
invested capital (Bt m)	6,489	7,637	7,752	8,364	8,255

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 77 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A , AOT16C2204A , AOT16C2206A , AWC16C2207A , BAM16C2204A , BAM16C2206A , BAM16C2207A , BANP16C2204A , BANP16C2205A , BANP16C2207A , BBL16C2204A , BCH16C2207A , BEC16C2204A , BEC16C2207A , BGRI16C2205A , BLA16C2208A , BLA16C2205A , CBG16C2204A , CBG16C2205A , CBG16C2207A , CHG16C2207A , COM716C2205A , CPAL16C2204A , CPF16C2205A , CRC16C2204A , DOHO16C2207A , EA16C2205A , EA16C2206A , EA16C2207A , GPSC16C2205A , GPSC16C2206A , GPSC16C2207A , GULF16C2205A , GULF16C2207A , GUNK16C2205A , GUNK16C2206A , GUNK16C2207A , HANA16C2204A , HANA16C2205A , HANA16C2207A , INTU16C2205A , IRPC16C2205A , IVL16C2206A , JMAR16C2205A , JMAR16C2206A , JMT16C2205A , JMT16C2207A , KBAN16C2208A , KBAN16C2204A , KBAN16C2206A , KCE16C2208A , KCE16C2204A , KCE16C2205A , KCE16C2205B , MEGA16C2207A , MINT16C2204A , MINT16C2207A , MTC16C2204A , OR16C2205A , PTT16C2205A , PTTG16C2207A , RCL16C2205A , RS16C2205A , S5016C2206A , S5016P2206A , S5016P2206B , SAWA16C2204A , SAWA16C2205A , SCC16C2204A , STEC16C2204A , SYNE16C2206A , TOP16C2206A , TRUE16C2205A , TRUE16C2205B , TTA16C2207A , TU16C2204A , WHA16C2204A (underlying securities are AMATA , AOT , AWC , BAM , BANPU , BBL , BCH , BEC , BGRIM , BLA , CBG , CHG , COM7 , CPALL , CPF , CRC , DOHOME , EA , GPSC , GULF , GUNKUL , HANA , INTUCH , IRPC , IVL , JMART , JMT , KBANK , KCE , MEGA , MINT , MTC , OR , PTT , PTTGC , RCL , RS , SAWAD , SCC , SET50 , STEC , SYNEX , TOP , TRUE , TTA , TU , WHA). 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 มีการรวมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมการร่วมกันได้แก่นางอัครวิณี ไตรลัคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

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

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

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

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

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
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, พาณิชยกรรม
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, แพลตฟอร์ม
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, บ้านเช่า
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
นลินกรณ 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 สดภาพ
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