

BUY (Unchanged)
Change in Numbers

TP: Bt 220.00
Upside : 31.0%

(From: Bt 270.00)
25 JULY 2022

Small Cap Research

Thai Stanley Electric (STANLY TB)

มูลค่าถูกมาก

แม้จะปรับกำไรลงสะท้อนความเสี่ยงจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก แต่เรามองว่า STANLY มีมูลค่าที่ถูกมาก การซื้อขายที่ P/BV ที่ 0.6 เท่า นั้นต่ำกว่าระดับวิกฤตการเงินโลกปี 2008 ที่ 0.9 เท่า และปี 2011 ที่เกิดน้ำท่วมครั้งใหญ่ในไทยที่ 1.2 เท่า เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 220 บาท



RATA LIMSUTHIWANPOOM
662 – 483 8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

มูลค่าถูกมาก

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" STANLY แม้จะปรับกำไรลง 26/20/9% ในปี FY23-25F (ปีงบประมาณสิ้นสุดในเดือนมีนาคม) เพื่อสะท้อนความเสี่ยงของการชะลอตัวทั่วโลกที่อาจส่งผลกระทบต่อความต้องการรถยนต์จากประเทศไทย และต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้น ราคาเป้าหมายปี FY23F ของเราลดลงเหลือ 220 บาท (จาก 270 บาท) เนื่องจาก 1) STANLY เป็นหุ้นที่มีมูลค่าถูกมาก ซื้อขายที่จุดต่ำสุดของกรอบซื้อขายในอดีต อัตราส่วน P/BV ปี FY23F ที่ 0.6 เท่า ด้วยมีเงินสดสุทธิ 5.7 พันลบ. (27% ของมูลค่าตามบัญชี) นั้นต่ำกว่าระดับเฉลี่ยในช่วงวิกฤตการเงินโลกปี 2008 ที่ 0.9 เท่า และ 1.2 เท่า ในช่วงเหตุการณ์น้ำท่วมครั้งใหญ่ของไทยในปี 2011 (ดู Exhibit 1) 2) เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัว 25/18% ในปี FY24-25F จากยอดขายรถยนต์ในประเทศที่เพิ่มขึ้นและต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลง

การชะลอตัวลงทั่วโลกเป็นความเสี่ยงต่อการส่งออก

การผลิตรถยนต์รวมใน 5M22 เพิ่มขึ้นเพียง 3% y-y หนุนโดยการเติบโตของยอดขายในประเทศที่ 17% y-y แต่ถูกกดดันด้วยการส่งออกที่ลดลง 5% y-y จากการผลิตรถยนต์ทั้งหมด ประมาณครึ่งหนึ่งเป็นการผลิตเพื่อขายในประเทศและครึ่งหนึ่งเพื่อส่งออก ปัจจุบันเรารวมแนวโน้มการชะลอตัวทั่วโลก และคาดว่าจะการส่งออกจะเติบโตที่ -5/+3/+8% เราคาดว่าอุปสงค์ในประเทศจะเพิ่มขึ้น 17/8/8% ในปี 2022-24F จากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจากฐานที่ต่ำ และการฟื้นตัวของการท่องเที่ยว นอกจากนี้ ยังคาดว่าอัตราดอกเบี้ยของไทยจะไม่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วเหมือนในประเทศอื่นๆ เนื่องจากยังมีสภาพคล่องส่วนเกินจำนวนมาก สำหรับรถจักรยานยนต์ เราคาดว่าจะการผลิตของอุตสาหกรรมเติบโต 1/3/5% ในปี 2022-24F Exhibit 3 แสดงคาดการณ์ยอดขายรถยนต์ใหม่ของเรา

กลับมาเติบโตจากปี FY24F

เราคาดว่ากำไรปี FY23F จะลดลง 2% จากยอดขายที่ค่อนข้างทรงตัวและอัตรากำไรขั้นต้นที่หดตัวท่ามกลางต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้น โดยเฉพาะ plastic raisin ซึ่งคาดว่าจะเพิ่มขึ้น 5-10% ในปี FY23F STANLY ใช้พลาสติกประเภทเฉพาะมากขึ้นในการผลิตหลอดไฟ และราคามีความผันผวนน้อยกว่าราคาอ้างอิงมาตรฐาน ต้นทุนที่เพิ่มขึ้นไม่น่าจะถูกส่งต่อไปยังลูกค้า การเติบโตของกำไรคาดว่าจะกลับมาฟื้นตัวในปี FY24-25F ที่ 25/18% โดยได้แรงหนุนจากการเติบโตของรายได้ที่ 9/11% โดยมีอัตรากำไรขั้นต้นที่ฟื้นตัวเป็น 19.3/20.1% ในปี FY24-25F เทียบกับ 18.3/17.6% ในปี FY22-23F

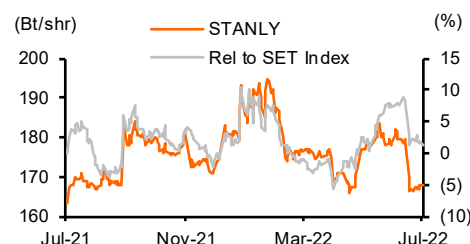
แผนลงทุนไม่เปลี่ยนแปลง

ไม่มีการเปลี่ยนแปลงในแผนการลงทุนซึ่งเป็นข้อกังวลหลักของนักลงทุน โรงงานโคมไฟแห่งที่ 8 ล่าสุดได้เปิดดำเนินการที่ละส่วนตั้งแต่เดือนพ.ย. 2020 จะเริ่มดำเนินการอย่างเต็มรูปแบบในปีนี้ โดยจะใช้เงินไม่เกิน 2 พันลบ. STANLY ยังคงอยู่ในช่วงระยะเวลาการปรับปรุงโรงงานในระยะยาวในการเพิ่มเทคโนโลยีใหม่สำหรับการผลิตหลอดไฟ แต่ไม่มีกรอบเวลาที่เป็นรูปธรรม แผนระยะใกล้ที่สุดคือการปรับปรุงและขยายโรงงานเก่าแห่งหนึ่งในราคาเป้าหมาย DCF ของเรา เรารวมค่าใช้จ่ายลงทุนสำหรับโรงงานใหม่ 6 แห่งในช่วง 10 ปีข้างหน้า

COMPANY VALUATION

Y/E Mar (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	13,582	13,843	15,053	16,717
Net profit	1,521	1,482	1,830	2,161
Consensus NP	—	1,857	2,066	2,164
Diff frm cons (%)	—	(20.2)	(11.4)	(0.1)
Norm profit	1,501	1,467	1,830	2,161
Prev. Norm profit	—	1,974	2,297	2,369
Chg frm prev (%)	—	(25.7)	(20.3)	(8.8)
Norm EPS (Bt)	19.6	19.2	23.9	28.2
Norm EPS grw (%)	44.7	(2.2)	24.7	18.1
Norm PE (x)	8.6	8.8	7.0	6.0
EV/EBITDA (x)	2.2	2.1	1.7	1.3
P/BV (x)	0.6	0.6	0.6	0.5
Div yield (%)	5.1	3.7	4.5	5.4
ROE (%)	7.7	7.2	8.5	9.4
Net D/E (%)	(30.7)	(30.5)	(30.8)	(31.6)

PRICE PERFORMANCE

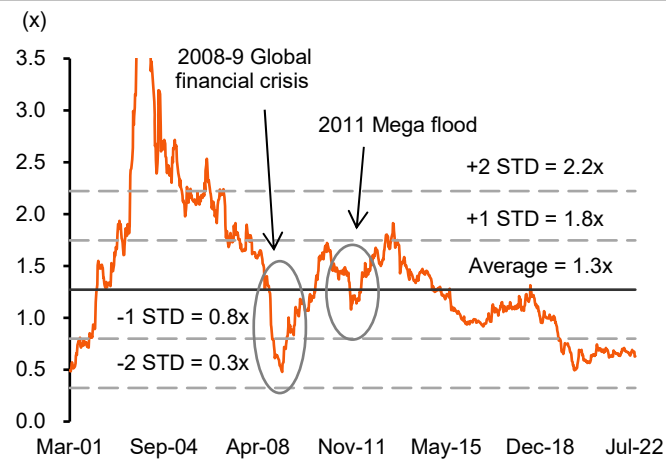


COMPANY INFORMATION

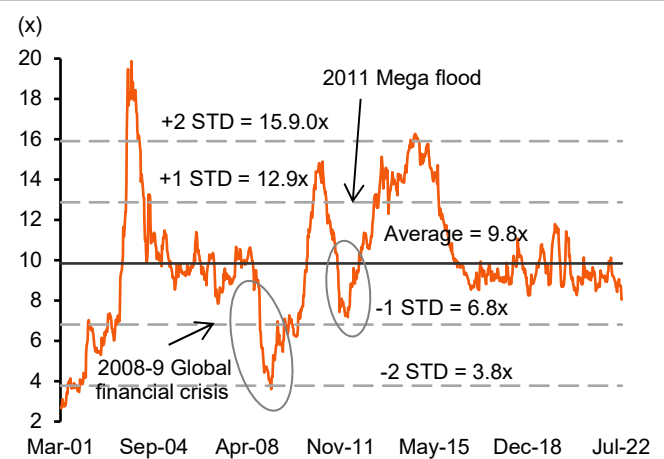
Price as of 25-Jul-22 (Bt)	168.00
Market Cap (US\$ m)	351.7
Listed Shares (m shares)	76.6
Free Float (%)	34.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.3
12M Price H/L (Bt)	194.50/163.50
Sector	Automotive
Major Shareholder	Stanley Electric Holding 29.95%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

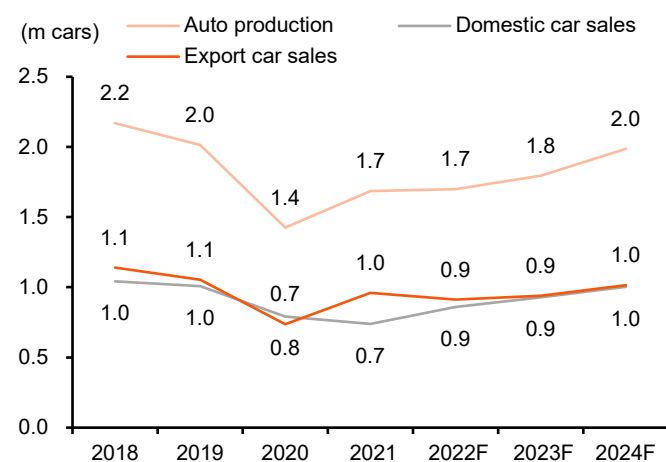
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: STANLY Looks Cheap In P/BV Ratio Terms

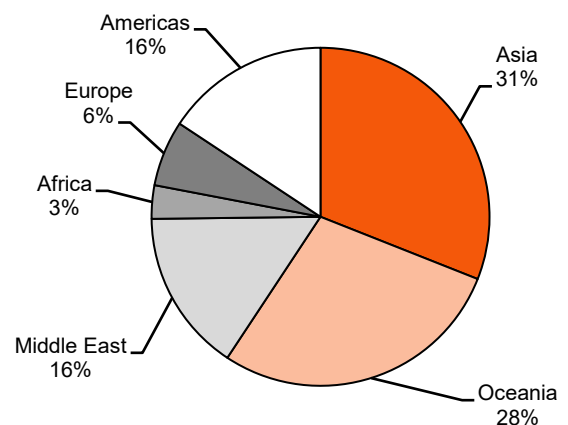
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 2: PE Ratio Also Trades At Bottom Of Range

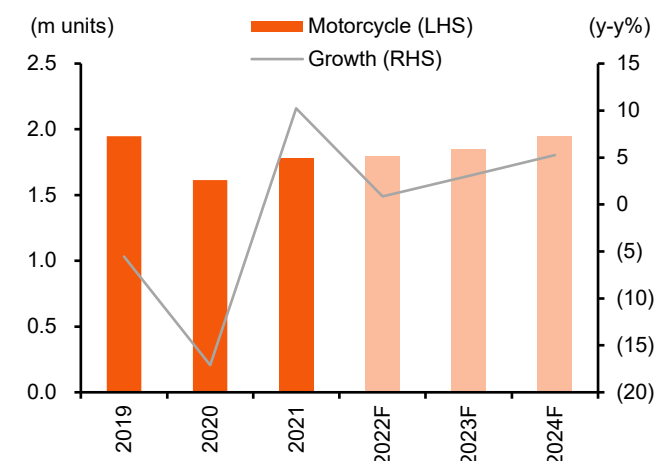
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 3: Industry Car Production Forecasts

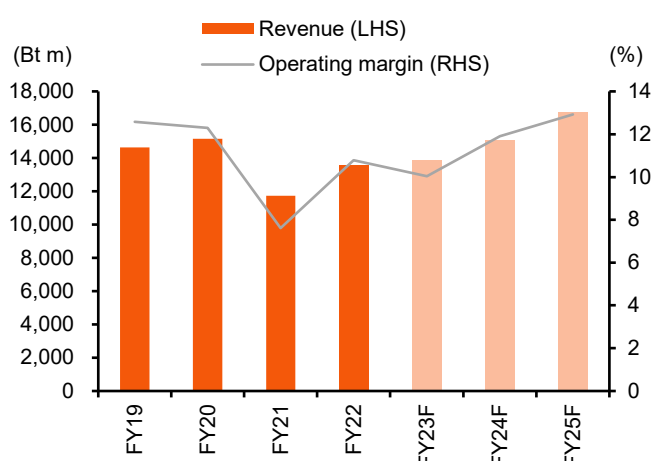
Sources: The Federation Of Thai Industries; Thanachart estimates

Ex 4: 5M22 Industry Car Export Market Breakdown

Source: Thailand Automotive Institute

Ex 5: Industry Motorcycle Production Forecasts

Sources: The Federation Of Thai Industries; Thanachart estimates

Ex 6: Revenue And Margin Forecasts

Sources: Company data; Thanachart estimates

Note: STANLY revenue contributes from car 70% and motorcycle 30%

Ex 7: Key Earnings Revisions

	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F	FY25F
Industry car production (units)*						
New	2,013,710	1,426,072	1,685,705	1,698,964	1,795,080	1,986,446
Old				1,789,598	2,005,727	2,078,354
Change (%)				(5.1)	(10.5)	(4.4)
Industry car sales (units)*						
New						
Domestic sales	1,007,552	792,110	738,113	859,730	928,508	1,002,789
Export sales	1,054,103	735,842	959,194	911,234	938,571	1,013,657
Old						
Domestic sales				864,036	982,360	1,031,322
Export sales				997,562	1,077,367	1,116,915
Total revenue (Bt m)						
New	15,150	11,728	13,582	13,843	15,053	16,717
Old				15,777	17,625	18,059
Change (%)				(12.3)	(14.6)	(7.4)
Gross margin (%)						
New	18.6	15.1	18.3	17.6	19.3	20.1
Old				19.4	20.1	20.3
Change (%)				(1.9)	(0.8)	(0.2)
Normalized earnings (Bt m)						
New	1,981	1,037	1,501	1,467	1,830	2,161
Old				1,974	2,297	2,369
Change (%)				(25.7)	(20.3)	(8.8)

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Numbers based on calendar year

Ex 8: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of FY23F

(Bt m)	FY23F	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F	FY29F	FY30F	FY31F	FY32F	FY33F	FY34F	Terminal Value
EBITDA	3,031	3,554	4,011	4,257	4,157	4,124	4,153	4,357	4,568	4,786	4,983	5,191	—
Free cash flow	839	1,100	1,437	1,789	1,872	1,565	1,310	1,149	1,060	979	886	801	8,602
PV of free cash flow	836	901	1,065	1,200	1,136	837	631	499	414	345	281	217	2,328
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.0												
WACC (%)	10.5												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments*	10,689												
Net debt (FY22)	(6,139)												
Minority interest	0												
Equity value	16,828												
# of shares (m)	77												
Equity value/share (Bt)	220												

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 (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
Fangda Special Steel Tech	600507 CH	China	(0.6)	2.4	5.3	5.1	1.3	1.1	na	na	12.5	12.7
Fuyao Glass Industry Group	600660 CH	China	29.6	24.7	25.8	20.7	3.8	3.5	14.4	12.1	2.4	2.8
Weifu High-Technology	000581 CH	China	(5.5)	9.3	7.9	7.2	0.9	0.9	8.4	7.4	6.1	6.2
Bharat Forge	BHFC IN	India	26.9	27.6	32.4	27.5	5.3	4.4	18.9	15.9	0.6	0.9
Sundram Fasteners	SF IN	India	40.9	32.8	26.7	20.1	5.5	4.5	17.4	13.5	0.8	0.9
UMW Holdings	UMWH MK	Malaysia	25.5	5.8	10.3	9.7	0.8	0.7	6.6	6.7	2.1	2.4
Mando Corp	060980 KS	S. Korea	(16.5)	15.8	4.3	3.7	0.4	0.3	6.6	6.2	5.2	5.4
Hyundai Mobis	012330 KS	S. Korea	10.7	15.0	8.2	7.2	0.6	0.5	4.7	3.8	1.9	2.2
Hu Lane Associate Inc	6279 TT	Taiwan	12.1	23.9	17.0	13.7	2.8	2.6	10.9	8.5	3.9	4.8
Tong Yang Industry	1319 TT	Taiwan	162.1	7.1	16.1	15.0	1.2	1.2	6.8	6.3	3.2	3.6
AAPICO Hitech	AH TB	Thailand	8.8	15.7	6.7	5.8	0.8	0.8	7.0	6.6	5.1	6.1
Somboon Advance Tech*	SAT TB	Thailand	(13.1)	29.4	9.2	7.1	1.0	0.9	3.5	2.6	6.6	8.5
Thai Stanley Electric **, **	STANLY TB	Thailand	(2.2)	24.7	8.8	7.0	0.6	0.6	2.1	1.7	3.7	4.5
Average			21.4	18.0	13.7	11.5	1.9	1.7	8.9	7.6	4.2	4.7

Source: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth

** STANLY's fiscal year ends in March

Based on 25 Jul 2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ไทยสแตนเลย์การไฟฟ้า จำกัด มหาชน “STANLY” ดำเนินธุรกิจผลิตและออกแบบอุปกรณ์ไฟยานยนต์ทั้งหลอดไฟ โคมไฟและแม่พิมพ์ รวมทั้งการประกอบขายเป็นชุดไฟยานยนต์ให้แก่ผู้ผลิตรายอื่นในประเทศไทย โดยมีศูนย์วิจัยและพัฒนาเพื่อการออกแบบ เครื่องจักรและกระบวนการผลิตที่ทันสมัย และเทคโนโลยีที่ทันสมัยระดับสากล จึงสามารถผลิตอุปกรณ์ไฟยานยนต์ได้มาตรฐานเพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้าซึ่งเป็นผู้ผลิตรายอื่นและจกักรยานยนต์ชั้นนำของโลกเพื่อส่งขายทั้งตลาดในประเทศและตลาดต่างประเทศได้

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีส่วนแบ่งการตลาดสูงสุดในอุตสาหกรรมไฟยานยนต์ของประเทศไทย
- มีความสัมพันธ์การค้าที่แข็งแกร่งกับผู้ผลิตรายอื่นชั้นนำจากญี่ปุ่น
- ความร่วมมือด้านการพัฒนาเทคโนโลยีและเครือข่ายการผลิตที่ครอบคลุมทั้งภูมิภาคจากการเป็นส่วนหนึ่งของกลุ่ม Stanley

O — Opportunity

- การเข้ามาของผู้ผลิตรายใหม่จากการสนับสนุนของรัฐบาล
- การเติบโตของบริษัทลูกที่ดำเนินธุรกิจในประเทศเพื่อนบ้าน
- การส่งออกสินค้าโดยตรงไปยังโรงงานผลิตรายอื่นในภูมิภาค

CONSENSUS COMPARISON

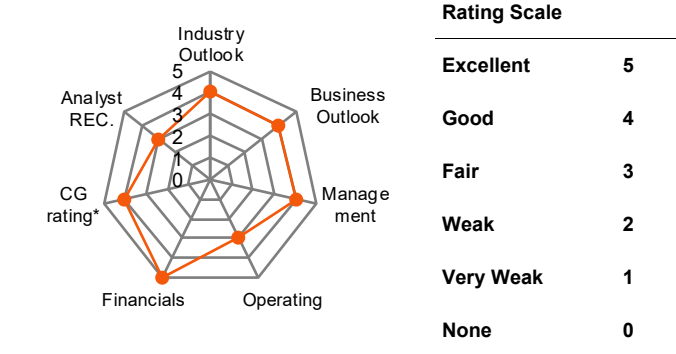
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	214.00	220.00	3%
Net profit FY23F (Bt m)	1,857	1,482	-20%
Net profit FY24F (Bt m)	2,066	1,830	-11%
Consensus REC	BUY: 4	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี FY23-24F ของเรต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเรามองลบมากขึ้นต่อตลาดส่งออก
- แต่ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด เนื่องจากเราสมมติให้การผลิตรายอื่นกลับมาสู่ระดับก่อนโควิดภายในปี FY25F

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- มีโอกาสที่ลูกค้าปัจจุบันจะขยายการผลิตอย่างมีนัยยังมีระดับต่ำ

T — Threat

- เริ่มมีโรงงานผลิตรายอื่นเพิ่มขึ้นในประเทศเพื่อนบ้าน
- เทคโนโลยีของโคมไฟรถยนต์ที่เปลี่ยนไปอย่างรวดเร็วทำให้ต้องมีการลงทุนสูงขึ้น

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากการฟื้นตัวของยอดขายรถยนต์และรถจักรยานยนต์ช้ากว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- การเปลี่ยนแปลงนโยบายภาครัฐ และภัยธรรมชาติอาจนำมาสู่สภาวะไม่ปกติของอุตสาหกรรมการผลิตยานยนต์ ซึ่งจะเป็นปัจจัยเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากอัตราของเสียของคำสั่งซื้อใหม่ของ STANLY สูงกว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Mar (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	11,728	13,582	13,843	15,053	16,717
Cost of sales	9,952	11,093	11,412	12,149	13,352
Gross profit	1,776	2,490	2,431	2,905	3,365
% gross margin	15.1%	18.3%	17.6%	19.3%	20.1%
Selling & administration expenses	883	1,024	1,040	1,111	1,205
Operating profit	892	1,465	1,391	1,794	2,160
% operating margin	7.6%	10.8%	10.0%	11.9%	12.9%
Depreciation & amortization	1,556	1,574	1,640	1,760	1,851
EBITDA	2,448	3,039	3,031	3,554	4,011
% EBITDA margin	20.9%	22.4%	21.9%	23.6%	24.0%
Non-operating income	138	123	125	180	200
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	0	0	0	0	0
Pre-tax profit	1,030	1,588	1,516	1,974	2,360
Income tax	235	369	333	434	519
After-tax profit	795	1,219	1,182	1,540	1,841
% net margin	6.8%	9.0%	8.5%	10.2%	11.0%
Shares in affiliates' Earnings	242	282	285	290	320
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	24	20	15	0	0
NET PROFIT	1,061	1,521	1,482	1,830	2,161
Normalized profit	1,037	1,501	1,467	1,830	2,161
EPS (Bt)	13.9	19.9	19.3	23.9	28.2
Normalized EPS (Bt)	13.5	19.6	19.2	23.9	28.2

We expect FY25F earnings to surpass pre-COVID level

BALANCE SHEET

FY ending Mar (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	8,000	9,539	9,871	10,612	11,667
Cash & cash equivalent	4,921	6,139	6,398	6,857	7,512
Account receivables	2,550	2,618	2,655	2,887	3,206
Inventories	477	718	750	799	878
Others	52	65	68	69	71
Investments & loans	1,733	1,909	1,909	1,909	1,909
Net fixed assets	9,403	9,077	9,721	10,258	10,720
Other assets	2,406	2,532	2,580	2,806	3,116
Total assets	21,543	23,057	24,081	25,585	27,411
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,967	2,065	2,159	2,314	2,549
Account payables	1,467	1,476	1,563	1,664	1,829
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	500	589	595	650	720
Total LT debt	0	0	1	0	1
Others LT liabilities	857	965	975	1,025	1,093
Total liabilities	2,825	3,030	3,135	3,339	3,643
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	383	383	383	383	383
Share premium	504	504	504	504	504
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	767	977	977	977	977
Retained earnings	17,063	18,163	19,082	20,382	21,904
Shareholders' equity	18,718	20,027	20,946	22,246	23,768
Liabilities & equity	21,543	23,057	24,081	25,585	27,411

Balance sheet remains strong despite high capex for its new factory

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Mar (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	1,030	1,588	1,516	1,974	2,360
Tax paid	(235)	(369)	(333)	(434)	(519)
Depreciation & amortization	1,556	1,574	1,640	1,760	1,851
Chg In working capital	136	(299)	17	(180)	(233)
Chg In other CA & CL / minorities	184	368	288	344	389
Cash flow from operations	2,671	2,861	3,127	3,464	3,848
Capex	(1,159)	(970)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
Right of use	0	0	(0)	(0)	(0)
ST loans & investments	(13)	(11)	0	0	0
LT loans & investments	13	(176)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(1,293)	(296)	(322)	(474)	(555)
Cash flow from investments	(2,452)	(1,452)	(2,322)	(2,474)	(2,555)
Debt financing	24	20	16	(1)	0
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(632)	(421)	(563)	(530)	(638)
Warrants & other surplus	967	210	0	0	0
Cash flow from financing	359	(192)	(547)	(531)	(638)
Free cash flow	1,512	1,892	1,127	1,464	1,848

VALUATION

FY ending Mar	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	12.4	8.6	8.8	7.0	6.0
Normalized PE - at target price (x)	16.2	11.2	11.5	9.2	7.8
PE (x)	12.1	8.5	8.7	7.0	6.0
PE - at target price (x)	15.9	11.1	11.4	9.2	7.8
EV/EBITDA (x)	3.2	2.2	2.1	1.7	1.3
EV/EBITDA - at target price (x)	4.9	3.5	3.4	2.8	2.3
P/BV (x)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
P/BV - at target price (x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
P/CFO (x)	4.8	4.5	4.1	3.7	3.3
Price/sales (x)	1.1	0.9	0.9	0.9	0.8
Dividend yield (%)	3.3	5.1	3.7	4.5	5.4
FCF Yield (%)	11.7	14.7	8.8	11.4	14.4
(Bt)					
Normalized EPS	13.5	19.6	19.2	23.9	28.2
EPS	13.9	19.9	19.3	23.9	28.2
DPS	5.5	8.5	6.2	7.6	9.0
BV/share	244.4	261.4	273.4	290.4	310.3
CFO/share	34.9	37.4	40.8	45.2	50.2
FCF/share	19.7	24.7	14.7	19.1	24.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

*FY23F P/BV is near crisis
valuation level*

FINANCIAL RATIOS

FY ending Mar	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	(22.6)	15.8	1.9	8.7	11.0
Net profit (%)	(46.9)	43.3	(2.5)	23.4	18.1
EPS (%)	(46.9)	43.3	(2.5)	23.4	18.1
Normalized profit (%)	(47.6)	44.7	(2.2)	24.7	18.1
Normalized EPS (%)	(47.6)	44.7	(2.2)	24.7	18.1
Dividend payout ratio (%)	39.7	42.8	32.0	32.0	32.0
Operating performance					
Gross margin (%)	15.1	18.3	17.6	19.3	20.1
Operating margin (%)	7.6	10.8	10.0	11.9	12.9
EBITDA margin (%)	20.9	22.4	21.9	23.6	24.0
Net margin (%)	6.8	9.0	8.5	10.2	11.0
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	4.9	6.7	6.2	7.4	8.2
ROE - using norm profit (%)	5.8	7.7	7.2	8.5	9.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	4.4	6.3	5.8	7.1	8.0
- asset turnover (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
- operating margin (%)	8.8	11.7	10.9	13.1	14.1
- leverage (x)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.2
- interest burden (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
- tax burden (%)	77.2	76.7	78.0	78.0	78.0
WACC (%)	10.5	#N/A	10.5	10.5	10.5
ROIC (%)	5.3	8.2	7.8	9.6	10.9
NOPAT (Bt m)	688.9	1,124.6	1,084.7	1,398.9	1,684.6
invested capital (Bt m)	13,796.5	13,887.8	14,549.3	15,389.3	16,257.2

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 76 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2211A, ADVANC16C2210A, AMAT16C2209A, AOT16C2209A, AWC16C2207A, BAM16C2207A, BANP16C2207A, BANPU16C2210A, BCH16C2211A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGRI16C2209A, BLA16C2208A, BLA16C2209A, CBG16C2207A, CBG16C2210A, CENTEL16C2209A, CHG16C2207A, COM716C2211C, COM716C2211B, COM716C2208A, COM716C2209A, COM716C2211A, CPALL16C2211A, DOHO16C2207A, EA16C2211A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209A, ESSO16C2209B, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2207A, GULF16C2210A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2211A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, IVL16C2211A, IVL16C2209A, JMART16C2211A, JMART16C2210A, JMT16C2211A, JMT16C2207A, JMT16C2210A, KBANK16C2211A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2211A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MINT16C2211A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, SET5016C2209B, S5016C2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SET5016P2209B, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, TOP16C2211A, TTA16C2207A, TTA16C2208A, TTA16C2211A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CENTEL, CHG, COM7, CPALL, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, PTG, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, SAWAD, SCB, SET50, SPRC, STEC, TOP, TTA, TU, WHA). และบริษัทจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว 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. มีส่วนได้ส่วนเสียในการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง 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 การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกัน ได้แก่ นางอติวีณ์ ไตรังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สกกลอิกวิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สกกลอิกวิปเมนท์ 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 นิการกุล, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	Strategy, ประกัน, กระดาษ จักร เรืองสินัญญา 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, เติ่นเรือ 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, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา สรทรง 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 ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@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	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ 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
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th