

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 3.40

Upside : 20.6%

(Unchanged)

1 AUGUST 2022

Small Cap Research

Dynasty Ceramic Pcl (DCC TB)

ปรับลดประมาณการสะท้อนความเสี่ยง

เราได้รวมความเสี่ยงจากต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้นและความต้องการกระเบื้องเซรามิกที่อ่อนแอ โดยปรับลดกำไรสำหรับ DCC ลง 4-9% ในปี 2022-24F อย่างไรก็ตาม DCC ยังคงเป็นบริษัทที่ทำกำไรได้สูงโดยมี EBITDA margin ที่ 31-33% และ ROE ที่ 27-30% ในปี 2022-24F นอกจากนี้เรายังมองว่าให้อัตรากำไรตอบแทนปันผลที่น่าพอใจที่ 6-7% คงคำแนะนำ "ซื้อ"



SAKSID PHADTHANANARAK

662 - 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

#1: ต้นทุนก๊าซเพิ่มขึ้น

DCC ได้รับผลกระทบจากราคาก๊าซธรรมชาติที่พุ่งสูงขึ้น เนื่องจากเชื้อเพลิงคิดเป็น 39% ของต้นทุนทั้งหมดใน 1Q22 ราคาก๊าซธรรมชาติเชื่อมโยงกับราคาน้ำมันเตาที่มีภาวะผันผวนสูง (HSFO) ซึ่งมีความสัมพันธ์กันถึง 93% ราคา HSFO เพิ่มขึ้น 60% y-y ใน 1H22 อย่างไรก็ตาม ในฐานะที่เป็นผู้ผลิตรายใหญ่ที่สุดในประเทศและผู้ผลิตที่มีต้นทุนต่ำที่สุดในตลาด DCC จึงสามารถส่งต่อต้นทุนที่เพิ่มขึ้นให้กับลูกค้า โดยการปรับราคาขึ้นเฉลี่ย 14% y-y ใน 1Q22 และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอีก 3-5% q-q ใน 2Q22 ซึ่งน่าจะช่วยชดเชยต้นทุนที่เพิ่มขึ้นได้ในระดับหนึ่ง เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของ DCC อยู่ที่ 41% ใน 2Q22 เทียบกับ 44% ใน 1Q22 และ 43% ในปี 2021 ราคา HSFO ลดลง 20% m-m ในเดือนที่แล้ว และเราคาดว่าราคาก๊าซธรรมชาติจะลดลงเหลือ 357 บาท/mmbtu ใน 2H22F จาก 376 บาท ใน 1H22F สมมติฐานราคาก๊าซธรรมชาติของเรา คือ 367/327/307 บาท/mmbtu ในปี 2022-24F เทียบกับ 278/215 บาท ในปี 2020-2021

#2: ความต้องการกระเบื้องเซรามิกอ่อนแอ

จากข้อมูลของสำนักงานเศรษฐกิจอุตสาหกรรม ปริมาณการขายกระเบื้องเซรามิกในประเทศไทยลดลง 0.7% ต่อปีโดยเฉลี่ยในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา เนื่องจากมีสินค้าทดแทน, ตลาดที่อยู่อาศัยที่อ่อนแอ และวิกฤตโควิด อย่างไรก็ตาม DCC สามารถเติบโตได้โดยเฉลี่ย 4% ต่อปีในปี 2016-21 เนื่องจาก 1) ส่วนแบ่งการตลาดเพิ่มขึ้นจาก 31% ในปี 2016 เป็น 34% ในปี 2021 และ 2) มีสัดส่วนยอดขายเซรามิกขนาดใหญ่ที่มีอัตรากำไรสูงมากขึ้นจาก 17% ในปี 2019 เป็น 22% ในปี 2021 และ 25% ใน 1Q22 อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นจาก 39% ในปี 2019 เป็น 43% ในปี 2021 และ 44% ใน 1Q22 DCC ตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนเป็น 40% ในเวลาห้าปี

กำไรสุทธิในปีนี้

เพื่อสะท้อนความเสี่ยงจากต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้นและอุปสงค์ที่อ่อนตัว เราได้ปรับลดประมาณการกำไรของเราลง 9/6/4% ในปี 2022-24F (ดู Exhibit 1) การปรับลดของเรายังสอดคล้องกับสมมติฐานราคาก๊าซธรรมชาติที่สูงขึ้น 4-12% ในปี 2022-24F และสมมติฐานปริมาณการขายที่ลดลง 2-6% ในปี 2022-23F ด้วยเหตุนี้ เราจึงคาดการณ์ว่ากำไรของ DCC จะลดลง 9% y-y ในปีนี้ แต่ด้วยราคาก๊าซธรรมชาติที่ลดลง 11/6% ในปี 2023-24F เราจึงประเมินการเติบโตของกำไรต่อหุ้นที่ 8/5% ในปีเหล่านั้น

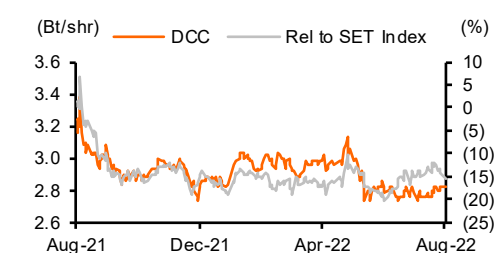
คงคำแนะนำ "ซื้อ"

แม้จะปรับลดกำไร แต่เราคงราคาเป้าหมายที่ 3.4 บาท หลังจากปรับเป็นปีฐาน 2023F เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" DCC 1) ราคาหุ้นที่ลดลง 10% จากจุดสูงสุดในปีนี้เป็นดูเหมือนว่าจะสะท้อนความเสี่ยงแล้ว 2) เรายังคาดว่าราคาก๊าซที่ลดลงจะทำให้กำไรกลับมาทำสถิติสูงสุดในปีหน้า 3) เป็นบริษัทที่ทำกำไรได้สูงด้วย EBITDA margin ที่ 31-33%, ROE 27-30% และ ROA 18-21% ในปี 2022-24F ซึ่งหนุนให้ซื้อขายที่ PE ที่ 15 เท่า ในปี 2023F และ 4) ด้วยอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนเพียง 0.1-0.2 เท่า DCC จึงน่าจะสามารถรักษาอัตราดอกเบี้ยที่ 95% ได้ และเราคาดว่าจะให้อัตรากำไรตอบแทนปันผลที่ 6-7% ต่อปี ในปี 2022-24F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	8,396	8,337	8,536	8,657
Net profit	1,700	1,583	1,706	1,795
Consensus NP	—	1,707	1,824	1,926
Diff frm cons (%)	—	(7.3)	(6.5)	(6.8)
Norm profit	1,700	1,583	1,706	1,795
Prev. Norm profit	—	1,738	1,812	1,863
Chg frm prev (%)	—	(8.9)	(5.9)	(3.7)
Norm EPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.2
Norm EPS grw (%)	(0.4)	(8.8)	7.7	5.2
Norm PE (x)	14.8	16.3	15.1	14.3
EV/EBITDA (x)	9.7	10.3	9.6	9.1
P/BV (x)	4.4	4.5	4.3	4.2
Div yield (%)	6.6	5.8	6.3	6.6
ROE (%)	32.2	27.4	29.1	30.0
Net D/E (%)	20.4	15.7	10.8	6.1

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 1-Aug-22 (Bt)	2.82
Market Cap (US\$ m)	713.8
Listed Shares (m shares)	9,125.6
Free Float (%)	43.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.2
12M Price H/L (Bt)	3.38/2.74
Sector	CONMAT
Major Shareholder	Saengsastra Family 41.6%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

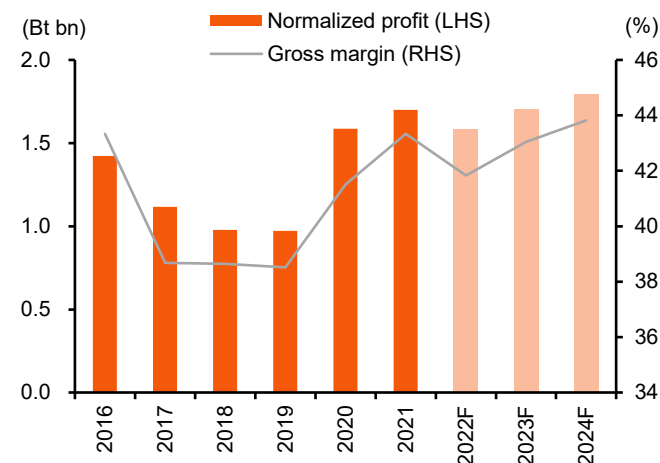
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลเท่านั้นและไม่ใช่ข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

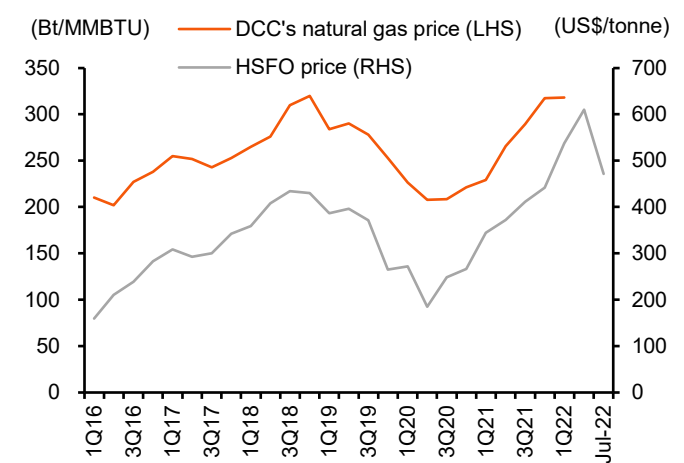
Ex 1: Key Assumption Changes

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Average selling price (Bt/sqm)					
New	132	138	156	150	147
Old			156	147	147
Change (%)			—	2.0	—
Sales volume (m sqm)					
New	61	57	51	54	56
Old			54	55	56
Change (%)			(5.6)	(1.8)	—
Gas price (Bt/MMBTU)					
New	215	278	367	327	307
Old			352	292	284
Change (%)			4.3	12.0	8.1
Gross margin (%)					
New	41.5	43.3	41.8	43.0	43.8
Old			42.7	44.5	45.2
Change (pp)			(0.9)	(1.5)	(1.4)

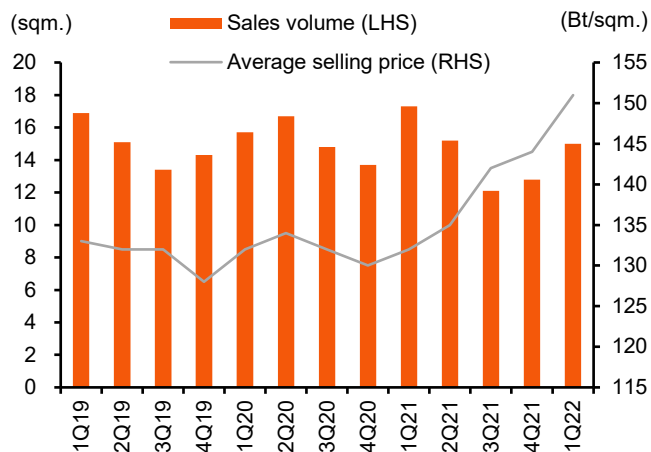
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: DCC's Earnings

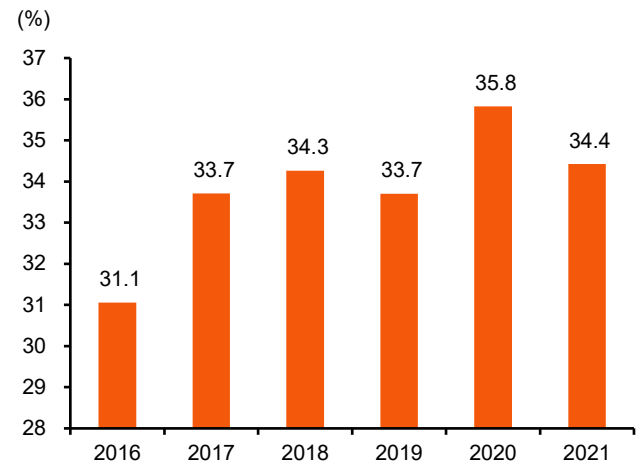
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: HSFO Price Vs. Natural Gas Price

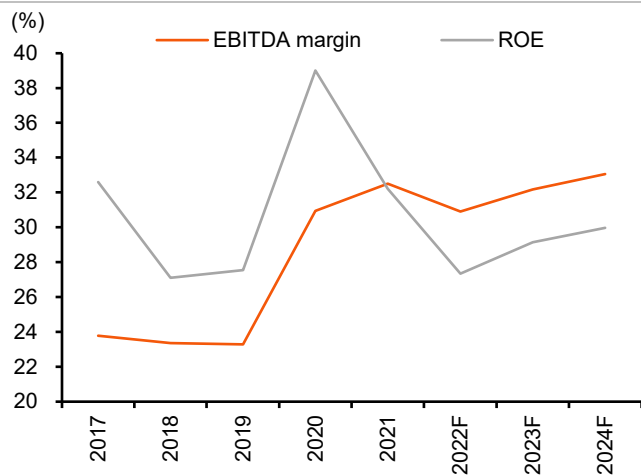
Sources: Company data, Bloomberg

Ex 4: DCC's Sales Volume And Average Selling Price

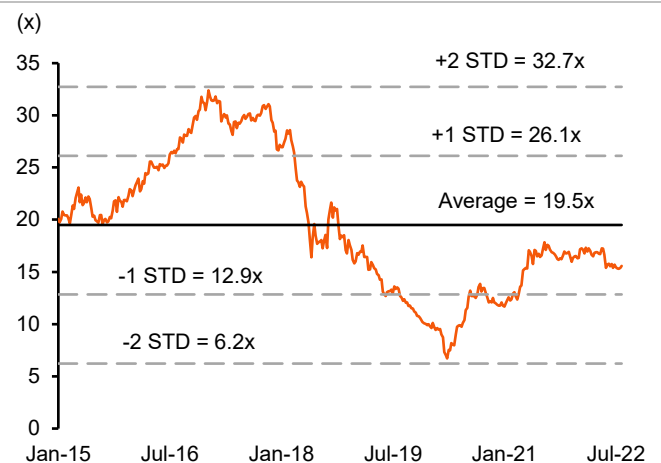
Source: Company data

Ex 5: DCC's Market Share

Sources: Company data, The Office Of Industrial Economics

Ex 6: DCC's EBITDA Margin And ROE

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: DCC's PE Band

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA	2,722	2,838	2,922	3,006	3,090	3,175	3,259	3,343	3,430	3,517	3,604	—
Free cash flow	1,852	1,967	2,044	2,128	2,211	2,295	2,378	2,449	2,521	2,593	2,666	39,953
PV of free cash flow	1,847	1,692	1,608	1,546	1,483	1,421	1,360	1,293	1,179	1,115	1,053	15,784
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.7											
WACC (%)	7.8											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	31,381											
Net debt (2022F)	916											
Minority interest	46											
Equity value	30,419											
# of shares (m)*	9,126											
Target price/share (Bt)	3.40											

Sources: Company data, Thanachart estimates; *Note: Using fully-diluted share count

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)	(%)	(%)
Somany Ceramics	SOMC IN	India	19.3	48.4	24.4	24.2	3.6	3.1	13.9	12.6	0.5	0.5
Kajaria Ceramics	KJC IN	India	19.5	29.8	40.5	31.2	7.7	6.7	25.2	20.0	1.1	1.3
Shandong Sinocera	300285 CH	China	32.8	28.1	31.5	24.6	5.0	4.2	23.2	18.0	0.5	0.6
Nichiha Corp	7943 JP	Japan	(3.8)	17.0	10.4	8.9	0.9	0.8	4.5	3.9	3.5	3.9
Norcros	NXR LN	UK	1.6	1.7	5.6	5.5	na	na	3.6	3.4	4.8	4.9
HB Fuller	FUL US	US	22.1	12.1	15.2	13.5	2.0	1.8	9.7	9.0	1.1	1.2
SCG Ceramics	COTTO TB	Thailand	20.0	8.3	16.8	15.5	na	na	7.2	6.6	na	na
Diamond Building	DRT TB	Thailand	(3.7)	9.9	11.4	10.4	2.7	2.5	6.7	5.5	6.1	6.4
Dynasty Ceramic	DCC TB*	Thailand	(8.8)	7.7	16.3	15.1	4.5	4.3	10.3	9.6	5.8	6.3
Average			11.0	18.1	19.1	16.5	3.8	3.3	11.6	9.8	2.9	3.1

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 1-Aug-2022 closing prices

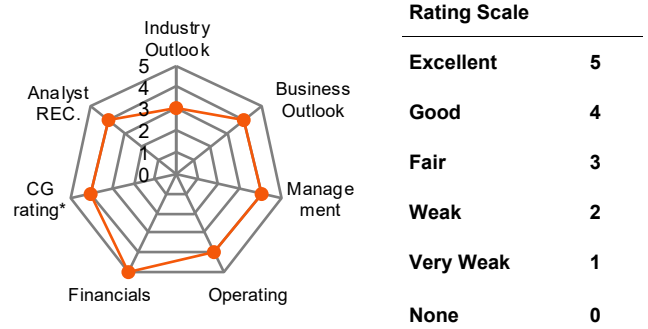
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

เนื่องจากเน้นตลาดต่างจังหวัด บริษัท ไดนาสตีเซรามิค จำกัด (มหาชน) (DCC) จึงเป็นผู้ผลิต และจำหน่าย กระเบื้องเซรามิคระดับ low-end ภายใต้เครื่องหมายการค้า “ไดนาสตี”, “โทมาฮ็อค”, “จากรัวร์” “นาวาร์” และ “ไพล์ท็อป” ในปี 2005 DCC ได้เข้าซื้อกิจการของผู้จัดจำหน่ายกระเบื้องรายใหญ่ 3 ราย ซึ่งทำให้บริษัทฯ สามารถดำเนินกลยุทธ์โรงงานของตัวเองเพื่อขยายฐานลูกค้า และลดการพึ่งพาผู้จัดจำหน่ายได้ ปัจจุบันทุนจดทะเบียนของบริษัท มีจำนวน 408 ล้านบาท ซึ่งเป็นทุนจดทะเบียนที่ชำระแล้วทั้งหมด โดยมีราคาพาร์ที่ 1 บาท/หุ้น

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เนื่องจากมีการประหยัดจากขนาดสูง การควบคุมต้นทุนที่ดีขึ้น และไม่มี financial leverage DCC จึงเป็นผู้ผลิตที่มีต้นทุนต่ำสุดในประเทศไทย
- นอกจากนี้การมีช่องทางการกระจายสินค้าที่แข็งแกร่ง ยังช่วยให้บริษัทฯ สามารถกีดกันคู่แข่งที่จะเข้ามายังตลาดต่างจังหวัดได้..

O — Opportunity

- ความต้องการซ่อมแซมบ้านในต่างจังหวัดค่อนข้างสม่ำเสมอว่าความต้องการบ้านใหม่ จึงเป็นปัจจัยรองรับความต้องการผลิตภัณฑ์ของ DCC
- ผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ได้รุกเจาะตลาดต่างจังหวัด ซึ่งทำให้ DCC มีโอกาสในการขายสินค้าของบริษัทฯ มากขึ้น

W — Weakness

- รูปแบบสินค้าของ DCC เหมาะสำหรับตลาดต่างจังหวัด จึงทำให้ยากในการเข้ามาแข่งขันกับคู่แข่งอื่นในกรุงเทพฯ ได้

T — Threat

- อุตสาหกรรมกระเบื้องเซรามิคในประเทศไทย ยังคงได้รับผลลบจากอุปทานที่ล้นตลาด การขยายตัวที่มากเกินไป สามารถทำให้เกิดการแข่งขันอย่างรุนแรงได้
- ความผันผวนของต้นทุนพลังงาน อาจส่งผลลบต่อบริษัทฯ เนื่องจากมีสัดส่วนราว 30% ของต้นทุนรวม

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	3.14	3.40	8%
Net profit 22F (Bt m)	1,707	1,583	-7%
Net profit 23F (Bt m)	1,824	1,706	-7%
Consensus REC	BUY: 6	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ถ้าในปี 2022-23F ของเรต่ำกว่าตลาด 7% จากการที่เรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อการเติบโตของปริมาณขายของ DCC
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด เนื่องจากเราอาจมองบวกต่อการเติบโตในระยะยาว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ราคาน้ำมันและก๊าซธรรมชาติที่อยู่ในระดับสูงต่อเนื่องจะส่งผลกระทบต่อประมาณการกำไรของเรา
- ยอดขายของ DCC เชื่อมโยงกับรายได้ภาคการเกษตร และเศรษฐกิจในต่างจังหวัด การลดลงของราคาสินค้าเกษตร และการชะลอตัวของเศรษฐกิจในต่างจังหวัดเป็นความเสี่ยงต่อยอดขายของ DCC

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	8,501	8,396	8,337	8,536	8,657
Cost of sales	4,973	4,758	4,849	4,861	4,864
Gross profit	3,529	3,638	3,488	3,674	3,793
% gross margin	41.5%	43.3%	41.8%	43.0%	43.8%
Selling & administration expenses	1,621	1,582	1,584	1,622	1,645
Operating profit	1,907	2,055	1,904	2,053	2,148
% operating margin	22.4%	24.5%	22.8%	24.0%	24.8%
Depreciation & amortization	722	673	673	693	713
EBITDA	2,630	2,728	2,577	2,746	2,861
% EBITDA margin	30.9%	32.5%	30.9%	32.2%	33.1%
Non-operating income	88	85	96	97	112
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(49)	(18)	(17)	(13)	(12)
Pre-tax profit	1,946	2,122	1,983	2,136	2,248
Income tax	360	419	397	427	450
After-tax profit	1,586	1,704	1,586	1,709	1,799
% net margin	18.7%	20.3%	19.0%	20.0%	20.8%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	(1)	(3)	(3)	(3)	(3)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	1,585	1,700	1,583	1,706	1,795
Normalized profit	1,585	1,700	1,583	1,706	1,795
EPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

We expect a fall in gas prices to turn earnings around in 2023-24F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	2,305	2,505	2,398	2,407	2,411
Cash & cash equivalent	71	58	100	100	100
Account receivables	144	164	163	166	169
Inventories	2,089	2,273	2,126	2,131	2,132
Others	1	10	10	10	10
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	5,879	5,866	5,766	5,646	5,507
Other assets	611	571	558	546	533
Total assets	8,796	8,943	8,722	8,600	8,451
LIABILITIES:					
Current liabilities:	3,240	2,450	2,233	1,968	1,691
Account payables	786	922	940	942	942
Bank overdraft & ST loans	2,165	1,250	1,016	748	471
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	290	278	277	278	278
Total LT debt	0	0	0	0	0
Others LT liabilities	697	656	662	658	650
Total liabilities	3,937	3,106	2,895	2,626	2,342
Minority interest	96	43	46	49	53
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	820	913	913	913	913
Share premium	2,260	3,233	3,233	3,233	3,233
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(1,579)	(1,685)	(1,685)	(1,685)	(1,685)
Retained earnings	3,261	3,333	3,320	3,464	3,596
Shareholders' equity	4,762	5,794	5,781	5,925	6,057
Liabilities & equity	8,796	8,943	8,722	8,600	8,451

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	1,946	2,122	1,983	2,136	2,248
Tax paid	(280)	(423)	(397)	(424)	(447)
Depreciation & amortization	722	673	673	693	713
Chg In working capital	169	(68)	167	(7)	(3)
Chg In other CA & CL / minorities	(73)	(72)	(1)	(3)	(3)
Cash flow from operations	2,485	2,232	2,425	2,396	2,509
Capex	(573)	(660)	(550)	(550)	(550)
Right of use	(537)	32	(10)	(10)	(10)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	569	(34)	7	(6)	(8)
Cash flow from investments	(541)	(661)	(553)	(566)	(568)
Debt financing	(1,802)	(915)	(234)	(268)	(277)
Capital increase	1,113	1,066	(0)	0	0
Dividends paid	(1,187)	(1,638)	(1,596)	(1,562)	(1,663)
Warrants & other surplus	(115)	(96)	0	0	0
Cash flow from financing	(1,991)	(1,583)	(1,830)	(1,830)	(1,940)
Free cash flow	1,912	1,572	1,875	1,846	1,959

We assume Bt550m of capex a year for store expansion and renovation

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	14.8	14.8	16.3	15.1	14.3
Normalized PE - at target price (x)	17.8	17.9	19.6	18.2	17.3
PE (x)	14.8	14.8	16.3	15.1	14.3
PE - at target price (x)	17.8	17.9	19.6	18.2	17.3
EV/EBITDA (x)	9.7	9.7	10.3	9.6	9.1
EV/EBITDA - at target price (x)	11.5	11.6	12.4	11.5	11.0
P/BV (x)	5.1	4.4	4.5	4.3	4.2
P/BV - at target price (x)	6.1	5.4	5.4	5.2	5.1
P/CFO (x)	9.4	11.3	10.6	10.7	10.3
Price/sales (x)	3.0	3.1	3.1	3.0	3.0
Dividend yield (%)	5.6	6.6	5.8	6.3	6.6
FCF Yield (%)	8.2	6.2	7.3	7.2	7.6
(Bt)					
Normalized EPS	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EPS	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
DPS	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
BV/share	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
CFO/share	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
FCF/share	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

2022-24F PEs of 14-16x look inexpensive vs. 7-year average of 19.5x

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	4.7	(1.2)	(0.7)	2.4	1.4
Net profit (%)	63.0	7.3	(6.9)	7.7	5.2
EPS (%)	54.3	(0.4)	(8.8)	7.7	5.2
Normalized profit (%)	63.0	7.3	(6.9)	7.7	5.2
Normalized EPS (%)	54.3	(0.4)	(8.8)	7.7	5.2
Dividend payout ratio (%)	85.3	99.3	95.0	95.0	95.0
Operating performance					
Gross margin (%)	41.5	43.3	41.8	43.0	43.8
Operating margin (%)	22.4	24.5	22.8	24.0	24.8
EBITDA margin (%)	30.9	32.5	30.9	32.2	33.1
Net margin (%)	18.7	20.3	19.0	20.0	20.8
D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.2	0.2	0.1	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.2	0.2	0.1	0.1
Interest coverage - EBIT (x)	39.0	116.4	112.0	155.1	176.3
Interest coverage - EBITDA (x)	53.8	154.6	151.6	207.5	234.8
ROA - using norm profit (%)	18.1	19.2	17.9	19.7	21.1
ROE - using norm profit (%)	39.0	32.2	27.4	29.1	30.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	39.0	32.3	27.4	29.2	30.0
- asset turnover (x)	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
- operating margin (%)	23.5	25.5	24.0	25.2	26.1
- leverage (x)	2.2	1.7	1.5	1.5	1.4
- interest burden (%)	97.5	99.2	99.2	99.4	99.5
- tax burden (%)	81.5	80.3	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
ROIC (%)	21.5	24.1	21.8	24.5	26.1
NOPAT (Bt m)	1,555	1,650	1,523	1,642	1,719
invested capital (Bt m)	6,856	6,986	6,697	6,573	6,428

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Despite a tough period,
ROEs still high at 27-30%*

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่รับมาเปลี่ยนแปลงไป 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 58 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2210A, ADVANC16C2211A, AMAT16C2209A, AOT16C2209A, BANPU16C2210A, BCH16C2211A, BGRI16C2209A, BLA16C2208A, BLA16C2209A, CBG16C2210A, CENTEL16C2209A, COM716C2208A, COM716C2209A, COM716C2211A, COM716C2211B, COM716C2211C, CPALL16C2211A, EA16C2209A, EA16C2211A, ESSO16C2209A, ESSO16C2209B, GPSC16C2209A, GULF16C2210A, GUNK16C2209A, HANA16C2209A, HANA16C2211A, IVL16C2209A, IVL16C2211A, JMART16C2210A, JMART16C2211A, JMT16C2210A, JMT16C2211A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KBANK16C2211A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KCE16C2211A, KTC16C2209A, MINT16C2211A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, S5016C2209A, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SET5016C2209B, SET5016P2209B, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, TOP16C2211A, TTA16C2208A, TTA16C2211A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BCH, BGRIM, BLA, CBG, CENTEL, COM7, CPALL, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, PTG, PTTEP, RBF, RCL, SAWAD, SCB, SET50, SPRC, STEC, TOP, TTA, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (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 จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

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

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

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย พิมพ์ผกา นิการุณ, 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 นลินภรณ์ 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 ลิมาวงษ์ปรางค์ Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สดภาพ 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