

THIENSURAT – เที่ยรสุรรัตน์ (TSR)



31 มีนาคม 2564

ซื้อ

ราคาเป้าหมาย	4.55 บาท
Upside/Downside	+19%
Median Consensus	- บาท
1M price direction:	

คาดการณ์ดำเนินงานปี'64 โตต่อเนื่อง แม้ปรับประมาณการลดลง

- กำไรปี 2563 เพิ่มขึ้น 30.6%YoY จากการเพิ่มทีมขาย 40% ดันยอดขายเติบโต
- บริษัทตั้งเป้าหมายรายได้เติบโต 10-15% ต่อปี จากทั้งธุรกิจเดิมและธุรกิจใหม่
- คาดการณ์กำไรปี'64 เติบโตต่อเนื่อง แม้ปรับประมาณการลดลง
- คงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายใหม่ 4.55 บาท ด้วยวิธี P/E Ratio 15 เท่า



Stock information

ราคาปิด	3.82 บาท
ราคาปิดสูงต่ำใน 1 ปี	4.22/1.34 บาท
มูลค่าตลาด	2,099 ล้านบาท
ปริมาณหุ้น (พาร์ 1)	549 ล้านหุ้น
Free Float	37.29%
Foreign Limit/Available	49%/48.99%
NVDR in hand (% of share)	0.41%
ปริมาณหุ้นเฉลี่ย/วัน('000)	2,555.24
Anti-corruption:	ได้รับการรับรอง
CG Score:	

ผลการดำเนินงานไตรมาส 4/2563

1. กำไรสุทธิไตรมาส 4/2563 จำนวน 30 ล้านบาท (-25.6%QoQ, -10.6%YoY) เนื่องจากมี วันทำงานในไตรมาส 4 น้อย และขาดทุนจากการด้อยค่าลูกหนี้เพิ่มสูงขึ้น ขณะที่ภาพรวม ปี 2563 ยังเติบโตดี มีกำไรสุทธิจำนวน 143 ล้านบาท (+30.6%YoY) ใกล้เคียงกับที่เรา คาดไว้ก่อนหน้านี้ที่ 146 ล้านบาท มาจากยอดขายรวมถึงสัดส่วนอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้น
2. รายได้รวมเท่ากับ 452 ล้านบาท (-6.6%QoQ, +3.5%YoY) โดยการเติบโต YoY มาจาก ยอดขายเครื่องกรองน้ำที่เพิ่มขึ้นหลังเพิ่มทีมขายระหว่างปีราว 40%YoY ขณะที่การลดลง QoQ มีสาเหตุจากจำนวนวันทำงานลดลง จากทั้งเทศกาล โควิดระลอกใหม่ และการจัด กิจกรรมภายในองค์กร ที่ถูกเลื่อนมาจากช่วง 9 เดือนแรกของปี 2563
3. อัตรากำไรขั้นต้นที่ 80.6% (76.7% ใน 4Q62) เพิ่มขึ้น YoY จากปริมาณการขายที่เพิ่มขึ้น ของเครื่องกรองน้ำที่มีอัตรากำไรขั้นต้นสูงกว่าเครื่องใช้ไฟฟ้า รวมถึงการพัฒนาและบริหาร ควบคุมต้นทุนของการผลิตเครื่องกรองน้ำและวัสดุสิ้นเปลืองลดลงอย่างต่อเนื่อง
4. สัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายที่ 57.6% (60.9% ใน 4Q62) ลดลง YoY จากค่าใช้จ่ายในการขายทรงตัว ขณะที่ค่าใช้จ่ายในการบริหารลดลงอย่างมีนัยสำคัญ เหลือ 20.9% ของยอดขาย (24.6% ใน 4Q62) จากการตั้งกลับรายการค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการบริการลูกหนี้ได้เร็วขึ้น ซึ่งจะเห็นได้จากสัดส่วนขาดทุนจากการด้อยค่า ลูกหนี้ต่อยอดขายเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยเป็น 15.6% (8.7% ใน 4Q62) จากมาตรการการ ตรวจสอบคุณภาพยอดขายที่เข้มงวด ทำให้สามารถระบุลูกหนี้ด้อยคุณภาพได้รวดเร็ว และมีการตั้งด้อยค่าเต็มจำนวนในไตรมาส 4/2563 ประกอบกับการใช้มาตรฐานบัญชี TFRS9 ที่ให้มารการตั้งสำรองหนี้สงสัยจะสูญเพิ่มขึ้นตามผลขาดทุนที่คาดว่าจะเกิดขึ้นจากลูกหนี้ ตามสัญญาเช่าซื้อที่ค้างชำระ

XD - Date

Period	X-Date	DPS(Bt)
01/01/20-31/12/20	29/04/21	0.08
01/01/20-30/06/20	27/08/20	0.085
01/01/19-31/12/19	30/04/20	0.08

ภาพรวมผลการดำเนินงานปี 2563

ผลการดำเนินงานปี 2563 มีกำไรสุทธิ 143 ล้านบาท (+30.6%YoY) ใกล้เคียงกับที่เราคาดไว้ ก่อนหน้านี้ที่ 146 ล้านบาท จากปัจจัยดังนี้ (ต่อหน้า 2)

ความเสี่ยง: การจำหน่ายผ่านช่องทางขายตรงเป็นหลักพึ่งพาความสามารถคนสูง, หนี้เสีย

Financial Highlights

Year End:	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Revenue (Btmn)	1,576	1,636	1,910	2,194	2,452
EBITDA(Btmn)	187	192	253	287	325
Net Profit (Bt mn)	107	110	143	167	193
EPS (Bt)	0.19	0.20	0.26	0.30	0.35
EV/EBITDA (x)	11.7	11.0	9.0	7.7	6.8
PER(x)	20.2	19.7	15.0	12.9	11.1
P/BV (x)	1.8	1.7	1.7	1.6	1.5
DPS(Bt)	0.00	0.14	0.16	0.15	0.18
Div Yield (%)	3.8%	3.6%	4.2%	3.9%	4.5%
ROE (%)	17.8%	9.0%	11.4%	12.7%	13.8%

Source: Trinity Research and Company Data



เกษ ทวงทอง

เลขทะเบียนบัตรประจำตัว : 045626
E-mail: kate@trinitythai.com

1. รายได้รวมเท่ากับ 1,910 ล้านบาท (+16.7%YoY) ประกอบด้วย
 - รายได้จากการขายสินค้าจำนวน 1,686 ล้านบาท (+15.7%YoY) จากการขายเครื่องกรองน้ำและเครื่องทำน้ำแข็งเพิ่มขึ้น อันเป็นผลจากการเพิ่มทีมขายตรงจาก 200 ทีม เป็น 280 ทีม คิดเป็นการเพิ่มขึ้น 40%YoY ร่วมกับการใช้ข้อมูลระบบเทคโนโลยีสารสนเทศ (GIS) และการประสานส่วนภูมิภาคมาใช้ในการบริหารพื้นที่ขายเครื่องกรองน้ำ และอันสืบเนื่องจากการที่ผู้บริโภคตระหนักถึงสุขภาพมากขึ้นในช่วงโควิด-19 ประกอบกับการลงทุนในบริษัท อัลไพน์ วอเตอร์ จำกัด เพื่อขายเครื่องทำน้ำแข็งและเครื่องกรองน้ำ โดยระหว่างปี 2563 บริษัทมีมูลค่าการขายเครื่องทำน้ำแข็งให้กับร้านค้าแฟรนไชส์ อเมซอน Phase แรกจำนวน 100 เครื่องมูลค่า 22 ล้านบาท
 - รายได้จากดอกผลตามสัญญาเช่าซื้อและดอกเบี้ยจากลูกหนี้เงินให้สินเชื่อจำนวน 224 ล้านบาท (+24.58%YoY) จากบัญชีเช่าซื้อใหม่เพิ่มขึ้นและการรับรู้ตามมาตรฐาน TFRS9
2. อัตรากำไรขั้นต้น 77.2% (75.0% ในปี 2563) จากสัดส่วนยอดขายเครื่องกรองน้ำซึ่งมีอัตรากำไรขั้นต้นสูงเพิ่มมากขึ้นเป็น 75.2% จากปี 2562 ที่ 73.98% ของรายได้รวม ขณะที่สัดส่วนยอดขายจากเครื่องใช้ไฟฟ้าที่มีอัตรากำไรขั้นต้นต่ำกว่าลดลงเป็น 15.1% จากปี 2562 ที่ 16.8% ของรายได้รวม ประกอบกับผลของการบริหารต้นทุนการผลิตให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น
3. สัดส่วนค่าใช้จ่ายจากการขายและการบริหารต่อยอดขายลดลงเหลือ 58.1% (60.8% ในปี 2563) จากการควบคุมค่าใช้จ่ายในการโฆษณาทางโทรทัศน์และ Facebook ให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น รวมถึงค่าใช้จ่ายในการจัดกิจกรรมพนักงานลดลง และผลจากการลดค่าใช้จ่ายที่ซ้ำซ้อน โดยการปรับระบบสารสนเทศและ Outsourcings
4. สัดส่วนขาดทุนจากการด้อยค่าลูกหนี้ต่อยอดขายเพิ่มขึ้นเป็น 11.3% จาก 8.2% ในปี 2562 โดยมีขาดทุนจากการด้อยค่าจำนวน 216 ล้านบาท (+60.9%YoY) ผลกระทบจากการนำมาตรฐานรายงานทางการเงิน TFRS9 มาบังคับใช้ โดยระหว่างปี 2563 มีการบันทึกบัญชีด้อยค่าสำหรับเครื่องกรองน้ำที่ยืดคืนจำนวน 70 ล้านบาท ตามนโยบายการบริหารลูกหนี้ค้างชำระให้สามารถกลับมาใช้ประโยชน์ ด้วยการยืดคืนแล้วนำมาปรับปรุงคุณภาพเพื่อนำไปจำหน่ายเป็นเครื่องกรองน้ำในเครื่องทำน้ำแข็งหรือนำไปบริจาค เพื่อการประชาสัมพันธ์บริษัท ทั้งนี้บริษัทได้ดำเนินมาตรการการพิจารณาอนุมัติเครดิตและการบริหารคุณภาพลูกหนี้ที่เข้มงวด ด้วยจำนวนงวดผ่อนชำระที่สั้นลงร่วมกับระเบียบการหักค่านายหน้าคืนจากพนักงานขาย ในกรณีที่มีการขายสินค้าให้แก่ลูกค้าที่ไม่มีคุณภาพ

คาดการณ์ปี 2564 เติบโตต่อเนื่อง แม้ปรับประมาณการลงเล็กน้อย

บริษัทตั้งเป้าการเติบโตของรายได้ปี 2564 ราว 10-15% ต่อปี โดยมีปัจจัยหนุนจาก

1. การเติบโตจากทั้งธุรกิจเครื่องกรองน้ำซึ่งเป็นธุรกิจหลัก

โดยบริษัทได้เพิ่มทีมขายตรงระหว่างปี 2563 ราว 40% และนอกจากการเพิ่มทีมขายในกลุ่มเครื่องกรองน้ำเดิมแล้ว บริษัทยังมีแผนขยายฐานลูกค้ากลุ่ม B+ ขึ้นไป จากปัจจุบันมีฐานลูกค้ากลุ่ม C+ ด้วยการเป็นตัวแทนจำหน่ายเครื่องกรองน้ำแบรนด์ต่างประเทศ ผ่านทางเว็บไซต์ www.drinkco.co.th เช่น Stiebel Eltron, Midea, Xiaomi, Wells, Cuckoo, MEX เป็นต้น อย่างไรก็ตาม เงามองว่ากำไรขั้นต้นจากการจำหน่ายสินค้าแบรนด์อื่นจะต่ำกว่าสินค้าของบริษัท จึงมีสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นปี 2564 ที่ 75% ลดลงจากปี 2563 ที่อยู่ที่ 77.2%

อย่างไรก็ตามมองว่าการลดลงของกำไรขั้นต้นที่อาจจะเกิดขึ้น ลดลงเป็นอัตราเร่งที่น้อยกว่าการเติบโตของยอดขาย (+14.9%YoY) และการลดลงของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ต่อรายได้ที่คาดว่าจะลดลงมาอยู่ที่ 57.8% (-40bpsYoY) จากการขายผ่านช่องทางออนไลน์มากขึ้น และการชำระหนี้โดยตรง ซึ่งมีค่าใช้จ่ายน้อยกว่าการใช้พนักงานขายตรง

2. ธุรกิจเครื่องทำน้ำแข็งที่จะรับรู้รายได้เต็มปีในปี 2564

คาดว่าธุรกิจเครื่องทำน้ำแข็งจะช่วยขยายฐานลูกค้า กลุ่มร้านอาหารและเครื่องดื่มมากขึ้น รวมไปถึงโรงงานอุตสาหกรรมที่ต้องใช้น้ำแข็งอีกหลายรายที่อยู่ระหว่างการทำสัญญาเบื้องต้นคงประมาณการรายได้จากธุรกิจเครื่องทำน้ำแข็งปี 2564 รวบรวม 150 ล้านบาท โดย Phase แรกได้มีการรับรู้จากการทำสัญญากับ PTTOR (Café Amazon) จำนวน 100 เครื่อง มูลค่า 22 ล้านบาท เริ่มรับรู้รายได้ตั้งในเดือน ต.ค. 2563 โดยเรามองว่าการใช้เครื่องทำน้ำแข็งเป็นยุคใหม่ของการใช้น้ำแข็งที่จะเข้ามาทดแทนการส่งน้ำแข็งและขนส่งทางรถ โดยประโยชน์จากการใช้เครื่องทำน้ำแข็งมีจุดแข็งคือ ร้านค้าประหยัด ลดความเสี่ยงจากการปนเปื้อนของน้ำแข็งที่ไม่สะอาด สอดคล้องกับแนวโน้มที่ผู้บริโภคตระหนักถึงการรักษาสุขภาพมากขึ้น หลังช่วงโควิด-19 ที่ผ่านมา ซึ่งจะได้ประโยชน์จากการบริโภคน้ำแข็งสะอาด ลดความเสี่ยงการเป็นโรคทางเดินอาหาร จึงมองว่าเป็นธุรกิจที่มีแนวโน้มเติบโตได้ดีในระยะยาว

ปรับประมาณการลดลงเล็กน้อย เพื่อให้สอดคล้องกับเป้าหมายบริษัทและแนวโน้มสัดส่วนขาดทุนด้อยค่าเพิ่มขึ้น

ฝ่ายวิเคราะห์พิจารณาปรับประมาณการปี 2564 และปี 2565 ลดลงเพื่อให้สอดคล้องกับเป้าหมายการเติบโตของรายได้ที่ทางผู้บริหารวางไว้ที่ราว 10-15% ต่อปี โดยปรับประมาณการรายได้รวมปี 2564 ลงมาอยู่ที่ 2,194 ล้านบาท (+14.9%YoY) จากเดิมที่ 2,296 ล้านบาท (+20.2%YoY) คิดเป็นการปรับประมาณการรายได้ลดลงราว 4.4% และปรับประมาณการรายได้รวมปี 2565 ลงมาอยู่ที่ 2,452 ล้านบาท (+11.8%YoY) จากเดิมที่ 2,620 ล้านบาท (+19.4%YoY) คิดเป็นการปรับประมาณการรายได้ลดลงราว 6.4% (Exhibit 1)

พร้อมกันนี้ได้พิจารณาปรับสมมติฐานสัดส่วนขาดทุนจากการด้อยค่าลูกหนี้ต่อยอดขายปี 2564 และปี 2565 เพิ่มขึ้นเป็น 9.0% และ 8.8% จากเดิมที่ 8.8% และ 8.5% ตามลำดับ เพื่อให้สะท้อนแนวโน้มที่โอกาสบันทึกการขายขาดทุนจากการด้อยค่าลูกหนี้เพิ่มขึ้น หลังสังเกตเห็นการเพิ่มขึ้นของ สัดส่วน NPL ในช่วงไตรมาส 4/2563 ที่ 5.1% จากเป้าหมายที่บริษัทวางไว้ที่ 5%

จากการปรับประมาณการดังกล่าว ส่งผลกระทบต่อประมาณการกำไรสุทธิปี 2564 และปี 2565 ลดลงอยู่มาอยู่ที่ 167 ล้านบาท (+16.4%YoY) และ 193 ล้านบาท (+16.1%YoY) คิดเป็น EPS 0.30 บาทต่อหุ้นและ 0.35 บาทต่อหุ้น ตามลำดับ จากประมาณการเดิมที่ 178 ล้านบาท และ 210 ล้านบาท ตามลำดับ คิดเป็นการลดลงจากการปรับประมาณการราว 6.4% และ 7.9% ตามลำดับ

Exhibit 1: TSR Earnings Revision

Revised (MB)	Current		Previous		% Revision	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
Sales	2,194	2,452	2,296	2,620	-4.4%	-6.4%
Sales Growth%	14.9%	11.8%	20.2%	19.4%		
Bad and doubtful debts expenses to Sales (%)	9.0%	8.8%	8.8%	8.5%		
Net Income	167	193	178	210	-6.4%	-7.9%
%Net margin	7.6%	7.9%	7.8%	8.0%		

Source: Trinity Research

คงคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมายใหม่ 4.55 บาทต่อหุ้น

คงคำแนะนำ “ซื้อ” ปรับราคาเป้าหมายใหม่ที่ 4.55 บาทต่อหุ้น (จากเดิม 5.00 บาท) อ้างอิงวิธี P/E Ratio ที่ 15 เท่า จากค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี +0.25SD บนคาดการณ์ EPS จากประมาณการใหม่ของบริษัท 2564 ที่ 0.30 บาทต่อหุ้น (จากเดิม 0.32 บาทต่อหุ้น) ราคาปัจจุบันมี Forward P/E ที่ราว 13 เท่า ซึ่งอยู่ในระดับ -0.25SD ของค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี จึงมองว่ายังเป็นหุ้น Undervalued ณ ราคาปัจจุบัน มี upside จาก Fair Value ราว 16% อย่างไรก็ตาม เราได้ทำตาราง P/E Ratios Sensitivity Analysis (Exhibit 2) ที่ P/E Ratios ในกรอบ 12-16 เท่า (-1SD ถึง +1SD) และบน EPS +/- 10% จากประมาณการ เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน พร้อมกันนี้ก็มีประกาศจ่ายเงินปันผลจำนวน 0.08 บาทต่อหุ้น คิดเป็นอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลราว 2.0% กำหนดขึ้นเครื่องหมาย XD วันที่ 29 เม.ย. 2564

Exhibit 2: P/E Ratios Sensitivity Analysis

		P/E Ratios Sensitivity Analysis				
		Target P/E (x)				
EPS		12	13	14	15	16
	0.27	3.27	3.55	3.82	4.09	4.37
	0.30	3.64	3.94	4.24	4.55	4.85
	0.33	4.00	4.34	4.67	5.00	5.34

Source: Trinity Research

Exhibit 3: 5-year historical P/E Band


Source: Bloomberg

Exhibit 4: TSR Earnings Review

Quarterly Breakdown (Bt mn)	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	%YoY	%QoQ	2019	2020	%YoY
Sales Revenue	437	442	532	484	452	3.5%	(6.6%)	1,636	1,910	16.7%
Cost of Sales and Services	(102)	(102)	(141)	(104)	(88)	(13.9%)	(16.2%)	(409)	(436)	6.5%
Gross Profit	335	339	390	380	365	8.7%	(4.0%)	1,227	1,474	20.1%
SG&A	(266)	(270)	(288)	(292)	(260)	(2.3%)	(10.9%)	(996)	(1,110)	11.5%
Bad and doubtful debts expenses	(38)	(44)	(47)	(54)	(71)	85.5%	30.8%	(134)	(216)	61.0%
Operating Profit	31	25	56	34	34	8.9%	0.4%	98	148	51.5%
Other Income (Expenses)	14	8	2	15	7			40	33	
EBIT	44	33	58	49	41	(8.8%)	(16.8%)	138	181	31.5%
EBITDA	58	50	75	67	60	4.9%	(10.1%)	192	253	31.5%
Interest Expense	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)			(1)	(4)	
Pretax Profit	44	33	57	48	39	(11.5%)	(17.6%)	137	176	29.3%
Income Tax	(11)	(8)	(10)	(7)	(7)			(27)	(32)	
NPAT	34	25	47	41	32	(4.9%)	(21.0%)	110	144	31.8%
Minority Interests	0	0	0	0	(2)			0	(1)	
Core Profit	34	25	47	41	30	(10.4%)	(25.6%)	110	143	30.6%
Extraordinary Items	0	0	0	0	0			0	0	
Reported Net Profit	34	25	47	41	30	(10.4%)	(25.6%)	110	143	30.6%
EPS (Bt)	0.06	0.05	0.09	0.07	0.06	(10.4%)	(25.6%)	0.20	0.26	30.6%
Normalized EPS (Bt)	0.06	0.05	0.09	0.07	0.06	(10.4%)	(25.6%)	0.20	0.26	30.6%

Key ratios

Gross margin	76.7%	76.8%	73.4%	78.4%	80.6%	75.0%	77.2%
SG&A /Sales	60.9%	61.1%	54.1%	60.4%	57.6%	60.8%	58.1%
Bad and doubtful debts expenses/Sales	8.7%	10.0%	8.8%	11.2%	15.6%	8.2%	11.3%
EBITDA margin	13.2%	11.4%	14.1%	13.9%	13.4%	11.7%	13.2%
EBIT margin	10.2%	7.6%	10.9%	10.1%	9.0%	8.4%	9.5%
Effective tax rate	23.8%	24.7%	17.5%	14.5%	18.1%	19.8%	18.2%
Net margin	7.8%	5.6%	8.9%	8.4%	6.7%	6.7%	7.5%
Net margin - normalized	7.8%	5.6%	8.9%	8.4%	6.7%	6.7%	7.5%

Source: Company Data, Trinity Research

THIENSURAT PUBLIC COMPANY LIMITED (TSR)
Income statement

Year End 31 Dec (Btmn)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Revenue	1,576	1,636	1,910	2,194	2,452
Cost of Sales and Services	(389)	(409)	(436)	(549)	(613)
Gross Profit	1,187	1,227	1,474	1,646	1,839
SG&A	(924)	(996)	(1,110)	(1,267)	(1,410)
Bad and doubtful debts expenses	(169)	(134)	(216)	(197)	(216)
Operating Profit	94	98	148	181	213
Other Income (Expenses)	38	40	33	30	30
Associates & JV	1	(0)	(0)	0	0
EBIT	133	138	181	211	243
EBITDA	187	192	253	287	325
Interest Expense	(6)	(1)	(4)	(3)	(3)
Pretax Profit	127	137	176	207	240
Income Tax	(22)	(27)	(32)	(39)	(46)
NPAT	105	110	144	168	195
Minority Interests	2	0	(1)	(1)	(1)
Core Profit	107	110	143	167	193
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
Reported Net Profit	107	110	143	167	193

Financial Position

Year End 31 Dec (Btmn)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Cash and Cash Equivalents	48	59	62	62	31
Accounts Receivable	630	688	713	812	873
Inventories	143	134	213	210	218
Total Current Assets	847	902	1,053	1,136	1,193
Property, Plant & Equipment	428	394	353	334	310
Others	140	152	285	259	318
Total Assets	1,415	1,448	1,692	1,729	1,821
Short-term Debt	57	13	92	69	44
Accounts Payable	84	128	172	150	168
Total Current Liabilities	173	185	315	278	278
Long-term Debt	19	3	79	63	57
Total Liabilities	212	211	417	370	366
Paid-up Capital	550	550	550	550	550
Share Premium	304	304	303	303	303
Retained Earnings	344	377	423	507	603
Others	0	0	(6)	(6)	(6)
Minority Interest	5	5	4	5	5
Total Equity	1,203	1,236	1,275	1,359	1,455
Total Liabilities & Equity	1,415	1,448	1,692	1,729	1,821

Key Assumptions

Year End Dec	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Revenue Growth (%)	-4.5%	3.9%	16.7%	14.9%	11.8%
Gross Margin (%)	75.3%	75.0%	77.2%	75.0%	75.0%
SG&A to Sales (%)	58.7%	60.8%	58.1%	57.8%	57.5%
Bad and doubtful debts expenses to Sales (%)	10.7%	8.2%	11.3%	9.0%	8.8%
Revenue breakdown (Mtmn)					
Revenue from sale of goods	1,379	1,457	1,686	1,939	2,172
Interest income from hire-purchase contract and loans	196	180	222	255	281
Income from loan receivables	0.6	0.2	0.3	0.3	0.3

บริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2088-9100 โทรสาร 0-2088-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

THIENSURAT PUBLIC COMPANY LIMITED (TSR)
Cash Flow Statement

Year End 31 Dec (Btmn)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Pretax Profit	127	137	176	207	240
Depreciation & Amortization	54	55	72	77	82
Change in Working Capital	(153)	(158)	(312)	(71)	(120)
Others	159	124	174	(22)	(40)
CF from Operating Activities	188	157	110	191	162
Capital Expenditure	(5)	(8)	8	(58)	(58)
Others	(3)	(0)	(30)	(6)	(0)
CF from Investing Activities	(9)	(8)	(21)	(64)	(58)
Capital Raising	60	0	0	0	0
Net Proceeds from Debt	(141)	(60)	10	(39)	(31)
Cash Dividend	(82)	(77)	(90)	(83)	(97)
Others	0	1	(6)	(6)	(6)
CF from Financing Activities	(164)	(137)	(86)	(127)	(134)
Net Change in Cash	15	12	3	(1)	(30)
Beginning cash	33	48	59	62	62
Ending cash	48	59	62	62	31

Key Ratios

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Per Share (Bt)					
Reported EPS	0.19	0.20	0.26	0.30	0.35
Core EPS	0.19	0.20	0.26	0.30	0.35
DPS	0.00	0.14	0.16	0.15	0.18
BV	2.19	2.25	2.32	2.47	2.65
EV	3.97	3.84	4.12	4.05	4.05
Valuation Ratios					
PER (x)	20.2	19.7	15.0	12.9	11.1
P/BV (x)	1.8	1.7	1.7	1.6	1.5
P/CF (x)	11.5	13.7	19.5	11.3	13.3
EV/EBITDA (x)	11.7	11.0	9.0	7.7	6.8
Dividend Yield (%)	3.8%	3.6%	4.2%	3.9%	4.5%
Profitability Ratios					
Gross Margin (%)	75.3%	75.0%	77.2%	75.0%	75.0%
EBITDA Margin (%)	11.9%	11.7%	13.2%	13.1%	13.2%
EBIT Margin (%)	8.4%	8.4%	9.5%	9.6%	9.9%
Net Profit Margin (%)	6.8%	6.7%	7.5%	7.6%	7.9%
ROA (%)	15.1%	7.7%	9.1%	9.7%	10.9%
ROE (%)	17.8%	9.0%	11.4%	12.7%	13.8%
Liquidity Ratios					
Current Ratio (x)	4.9	4.9	3.3	4.1	4.3
Quick Ratio (x)	3.9	4.0	2.5	3.1	3.3
Leverage Ratios					
Debt-to-Equity Ratio (x)	0.1	0.01	0.13	0.10	0.07
Net Debt-to-Equity Ratio (x)	0.02	-0.04	0.1	0.05	0.05
Interest Coverage Ratio (x)	23.7	134.6	41.2	61.6	93.4
Growth					
Revenue (%)	-4.5%	3.9%	16.7%	14.9%	11.8%
EBITDA (%)	69.2%	2.6%	31.5%	13.8%	13.0%
Reported Net Profit (%)	38.0%	2.7%	30.6%	16.4%	16.1%
Reported EPS (%)	38.0%	2.7%	30.6%	16.4%	16.1%
Core Profit (%)	38.0%	2.7%	30.6%	16.4%	16.1%
Core EPS (%)	38.0%	2.7%	30.6%	16.4%	16.1%

บริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2088-9100 โทรสาร 0-2088-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Corporate Governance Report Rating

ช่วงคะแนน Score	สัญลักษณ์ Range Number of Logo	ความหมาย	Description
90 - 100		ดีเลิศ	Excellent
80 - 89		ดีมาก	Very Good
70 - 79		ดี	Good
60 - 69		ดีพอใช้	Satisfactory
50 - 59		ผ่าน	Pass
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A	N/A

Disclaimer : การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการทำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

Anti-corruption Progress Indicators

บริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย แบ่งเป็น 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC

Disclaimer : การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด