

เถียรสุรัตน์ - TSR



15 สิงหาคม 2565

ขาย

ราคาเป้าหมาย	4.50 บาท
Upside/Downside	-15%
Median Consensus	- บาท
1M price direction:	



Stock information

ราคาปิด	5.30 บาท
ราคาปิดสูง/ต่ำใน 1 ปี	5.85/2.32 บาท
มูลค่าตลาด	2,911 ล้านบาท
ปริมาณหุ้น (พาร์ 1)	549.4 ล้านหุ้น
Free Float	43.38%
Foreign Limit/Available	49%/49%
NVDR in hand (% of share)	2.67%
ปริมาณหุ้นเฉลี่ย/วัน('000)	5,290.49
Anti-corruption:	n/a
CG Score:	

XD - Date

Period	X-Date	DPS(Bt)
01/01/21-30/06/21	27/08/21	0.04
01/01/20-31/12/20	29/04/21	0.08
01/01/20-30/06/20	27/08/20	0.085



นักวิเคราะห์
เอกรินทร์ วงษ์ศิริ, CFA
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 055680
ekkarin@trinitythai.com

ฤทธิวัฒน์ อัสวเหม
ผู้ช่วยผู้จัดการ

กำไรไตรมาส 2 ไม่ได้น่าตื่นเต้น มองครึ่งปีหลังเด่นกว่าครึ่งปีแรก

- เปลี่ยนคำแนะนำจาก "ถือ" เป็น "ขาย" หลังจากราคาหุ้นได้ปรับตัวขึ้นมาค่อนข้างสูง ในขณะที่กำไรยังไม่ perform โดยให้ราคาพื้นฐานที่ 4.5 บาท (อิง PE ที่ 21.3 เท่าบนสมมติฐานประมาณการ EPS ปี 2065F ที่ 0.21 บาท) และแนะนำให้ทยอยซื้อเมื่อราคาลงมาต่ำกว่าเป้าหมาย
- TSR ประกาศกำไร 2Q65 ที่ 20.4 ล้านบาท +58.1% YoY, -6.2% QoQ เนื่องจากความสามารถในการบริหารต้นทุนและค่าใช้จ่ายการบริหาร ในขณะที่ยอดขายยังไม่ฟื้นตัว
- ด้านรายได้สินค้าเชื้อและเช่าซื้ออยู่ที่ 51.8 ล้านบาท -18.3% YoY, -3.8% QoQ ลดลงตามยอดขายเครื่องกรองน้ำและเครื่องใช้ไฟฟ้า
- ยังคงประมาณการกำไรปี 65 ที่ 115 ล้านบาท และคาดว่าครึ่งปีหลังจะเด่นกว่าครึ่งปีแรกจากการที่ภาวะโควิดดีขึ้น รวมถึงการจับมือกับ SABUY

ผลดำเนินงาน 2Q22

- TSR ประกาศกำไรสุทธิที่ 20.4 ล้านบาท (+58.1% YoY, -6.2% QoQ) เนื่องจากความสามารถในการบริหารต้นทุนและค่าใช้จ่ายการบริหารอย่างมีประสิทธิภาพ
- รายได้การขายและรายได้สินค้าอยู่ที่ 269 ล้านบาท (-28.9% YoY, +1.9% QoQ) ลดลงจากผลกระทบของโควิดและเศรษฐกิจที่ยังไม่ฟื้นตัว ประกอบกับภาวะเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น รวมถึงการขึ้นของราคาน้ำมันที่มีผลกระทบต่อธุรกิจการขายตรงแบบ door to door
- รายได้สินค้าอยู่ที่ 3.9 ล้านบาท (+18.0% YoY, +27.0% QoQ) ในขณะที่รายได้สัญญาเช่าซื้ออยู่ที่ 51.8 ล้านบาท (-18.3% YoY, -3.8% QoQ)
- สัดส่วนหนี้เสียต่อยอดขายอยู่ที่ 15.7% (12.2% ใน 2Q64 และ 12.9% ใน 1Q65) โดยมีความใช้จ่ายต่อลูกค้าที่จำนวน 51.1 ล้านบาท (+23.1% YoY, -6.5% QoQ) จากการบริหารเครื่องกรองน้ำที่ยืดหยุ่นให้สามารถนำไปเป็นประโยชน์ด้วยการขายและการให้เช่า รวมถึงการตั้งสำรองหนี้จะสูญที่ลดลงจากการปรับปรุงกระบวนการตรวจสอบคุณภาพของลูกค้าหนี้ในเชิงรุก

2H22 Outlook

- เรามองว่ากำไรครึ่งปีหลังจะดีกว่าครึ่งปีแรกเนื่องจากธุรกิจขายตรงที่กลับมาฟื้นตัว รวมถึงการใช้ SABUY ecosystem ที่คาดว่าจะช่วยเพิ่มยอดขายให้กับบริษัทฯ
- เราได้ประเมินโอกาสในการเติบโตของหุ้นที่จับมือกับ SABUY เรียบร้อยแล้วผ่านการเพิ่ม 0.5 SD ไปกับค่าเฉลี่ย P/E Ratio ย้อนหลัง 5 ปี เราได้ทำตาราง P/E Ratios Sensitivity Analysis (Exhibit 1) ที่ P/E Ratios ในกรอบ -1SD ถึง +1SD และบน EPS +/- 10% จากประมาณการ เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน

ความเสี่ยง: การพึ่งพาทีมขายตรง, ต้นทุนที่สูงขึ้นจากเงินเฟ้อ, หนี้เสีย

Financial Highlights

Year End:	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Revenue (Btmn)	1,636	1,910	1,658	1,940	2,405
EBITDA(Btmn)	192	253	130	236	305
Net Profit (Bt mn)	110	143	31	115	168
EPS (Bt)	0.20	0.26	0.06	0.21	0.31
EV/EBITDA (x)	13.4	10.8	21.7	12.2	9.6
PER(x)	23.9	18.3	84.4	22.7	15.6
P/BV (x)	2.1	2.1	2.1	2.0	1.9
DPS(Bt)	0.14	0.16	0.12	0.11	0.15
Div Yield (%)	3.0%	3.5%	0.8%	2.2%	3.2%
ROE (%)	9.0%	11.4%	2.5%	9.0%	12.4%

Source: Trinity Research and Company Data

Exhibit 1: P/E Ratios Sensitivity Analysis

P/E Ratios Sensitivity Analysis		-1.0SD	-0.5SD	Mean	+0.5SD	+1.0SD
EPS 22F	0.19	5.5	10.8	16.0	21.3	26.5
	0.21	1.04	2.03	3.02	4.01	4.99
	0.23	1.16	2.25	3.35	4.45	5.55
	0.23	1.27	2.48	3.69	4.90	6.10

Source: Trinity Research

Exhibit 2: TSR Earnings Review

Quarterly Breakdown (Bt mn)	2Q21	3Q21	4Q21*	1Q22	2Q22	%YoY	%QoQ	2021	2022F	%YoY
Sales Revenue	449	428	307	323	326	(27.4%)	1.0%	1,658	1,940	17.0%
Cost of Sales and Services	(95)	(123)	(28)	(74)	(76)	(19.3%)	3.7%	(346)	(427)	23.5%
Gross Profit	354	305	280	249	249	(29.6%)	0.2%	1,312	1,513	15.3%
SG&A	(286)	(288)	(203)	(188)	(174)	(39.2%)	(7.7%)	(1,064)	(1,164)	9.4%
Bad and doubtful debts expenses	(55)	(59)	(61)	(41)	(51)	(6.5%)	23.1%	(231)	(233)	0.7%
Operating Profit	13	(42)	16	19	24	80.3%	27.3%	17	116	594.1%
Other Income (Expenses)	9	10	6	9	3			36	37	
EBIT	22	(33)	21	28	28	26.8%	(0.2%)	51	153	200.1%
EBITDA	40	(14)	43	44	42	4.2%	(3.9%)	130	236	81.6%
Interest Expense	(1)	(1)	(2)	(1)	(2)			(5)	(5)	
Pretax Profit	20	(34)	19	26	25	24.1%	(3.4%)	46	149	225.4%
Income Tax	(5)	4	(3)	(6)	(5)			(11)	(30)	
NPAT	15	(30)	16	20	20	36.1%	0.0%	35	119	240.9%
Minority Interests	(2)	(2)	2	1	(1)			(4)	(4)	
Core Profit	13	(32)	18	21	20	58.1%	(6.2%)	31	115	271.0%
Extraordinary Items	0	0	0	0	0			0	0	
Reported Net Profit	13	(32)	18	21	20	58.1%	(6.2%)	31	115	271.0%
EPS (Bt)	0.02	-0.06	0.03	0.04	0.04	58.1%	(6.2%)	0.06	0.21	271.0%
Normalized EPS (Bt)	0.02	-0.06	0.03	0.04	0.04	58.1%	(6.2%)	0.06	0.21	271.0%

Key ratios

Gross margin	78.9%	71.2%	NA	77.1%	76.5%	79.1%	78.0%
SG&A /Sales	63.7%	67.3%	NA	58.4%	53.4%	64.2%	60.0%
Bad and doubtful debts expenses/Sales	12.2%	13.8%	19.8%	12.9%	15.7%	13.9%	12.0%
EBITDA margin	9.0%	(3.3%)	13.8%	13.6%	12.9%	7.9%	12.2%
EBIT margin	4.8%	(7.7%)	6.8%	8.6%	8.5%	3.1%	7.9%
Effective tax rate	26.4%	(10.9%)	16.5%	22.0%	19.2%	23.6%	20.0%
Net margin	2.8%	(7.5%)	5.7%	6.5%	6.1%	1.9%	5.9%
Net margin - normalized	2.8%	(7.5%)	5.7%	6.5%	6.1%	1.9%	5.9%

* ตัวเลขไตรมาส 4Q21 และ 1Q22 มีการเปลี่ยนแปลงวิธีการบันทึกบัญชีเกี่ยวกับรายได้สินค้าและรายจรรยา

Source: Company Data, Trinity Research

THIENSURAT PUBLIC COMPANY LIMITED (TSR)
Income statement

Year End 31 Dec (Btmn)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Revenue	1,636	1,910	1,658	1,940	2,405
Cost of Sales and Services	(409)	(436)	(346)	(427)	(517)
Gross Profit	1,227	1,474	1,312	1,513	1,888
SG&A	(996)	(1,110)	(1,064)	(1,164)	(1,419)
Bad and doubtful debts expenses	(134)	(216)	(231)	(233)	(289)
Operating Profit	98	148	17	116	180
Other Income (Expenses)	40	33	36	37	38
Associates & JV	(0)	(0)	(1)	0	0
EBIT	138	181	51	153	218
EBITDA	192	253	130	236	305
Interest Expense	(1)	(4)	(5)	(5)	(4)
Pretax Profit	137	176	46	149	215
Income Tax	(27)	(32)	(11)	(30)	(43)
NPAT	110	144	35	119	172
Minority Interests	0	(1)	(4)	(4)	(4)
Core Profit	110	143	31	115	168
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
Reported Net Profit	110	143	31	115	168

Financial Position

Year End 31 Dec (Btmn)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Cash and Cash Equivalents	59	62	56	58	91
Accounts Receivable	688	713	599	718	791
Inventories	134	213	272	199	198
Total Current Assets	902	1,053	960	1,031	1,143
Property, Plant & Equipment	394	353	415	369	319
Others	152	285	337	344	382
Total Assets	1,448	1,692	1,712	1,744	1,844
Short-term Debt	13	92	220	176	141
Accounts Payable	128	172	135	133	169
Total Current Liabilities	185	315	392	361	375
Long-term Debt	3	79	47	52	47
Total Liabilities	211	417	461	438	453
Paid-up Capital	550	550	549	549	549
Share Premium	304	303	309	309	309
Retained Earnings	377	423	386	443	527
Others	0	(6)	0	0	0
Minority Interest	5	4	6	5	6
Total Equity	1,236	1,275	1,251	1,306	1,391
Total Liabilities & Equity	1,448	1,692	1,712	1,744	1,844

Key Assumptions

Year End Dec	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Revenue Growth (%)	3.9%	16.7%	-13.2%	17.0%	24.0%
Gross Margin (%)	75.0%	77.2%	79.1%	78.0%	78.5%
SG&A to Sales (%)	60.8%	58.1%	64.2%	60.0%	59.0%
Bad and doubtful debts expenses to Sales (%)	8.2%	11.3%	13.9%	12.0%	12.0%
Revenue breakdown (Mtmn)					
Revenue from sale of goods	1,457	1,686	1,640	1,623	1,997
Interest income from hire-purchase contract and loans	180	222	234	304	396
Income from loan receivables	0.2	2.6	12.0	12.4	12.8

THIENSURAT PUBLIC COMPANY LIMITED (TSR)
Cash Flow Statement

Year End 31 Dec (Btmn)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Pretax Profit	137	176	46	149	215
Depreciation & Amortization	55	72	79	83	87
Change in Working Capital	(158)	(312)	(292)	(60)	(62)
Others	124	174	209	(44)	(55)
CF from Operating Activities	157	110	42	128	185
Capital Expenditure	(8)	8	(93)	(37)	(37)
Others	(0)	(30)	23	(0)	0
CF from Investing Activities	(8)	(21)	(69)	(37)	(37)
Capital Raising	0	0	0	(1)	0
Net Proceeds from Debt	(60)	10	78	(39)	(40)
Cash Dividend	(77)	(90)	(66)	(58)	(84)
Others	1	(6)	9	9	9
CF from Financing Activities	(137)	(86)	22	(89)	(115)
Net Change in Cash	12	3	(6)	2	32
Beginning cash	48	59	62	56	58
Ending cash	59	62	56	58	91

Key Ratios

	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Per Share (Bt)					
Reported EPS	0.20	0.26	0.06	0.21	0.31
Core EPS	0.20	0.26	0.06	0.21	0.31
DPS	0.14	0.16	0.12	0.11	0.15
BV	2.25	2.32	2.28	2.38	2.53
EV	4.68	4.96	5.14	5.07	4.94
Valuation Ratios					
PER (x)	23.9	18.3	84.4	22.7	15.6
P/BV (x)	2.1	2.1	2.1	2.0	1.9
P/CF (x)	16.7	23.7	61.9	20.5	14.1
EV/EBITDA (x)	13.4	10.8	21.7	11.8	8.9
Dividend Yield (%)	3.0%	3.5%	0.8%	2.2%	3.2%
Profitability Ratios					
Gross Margin (%)	75.0%	77.2%	79.1%	78.0%	78.5%
EBITDA Margin (%)	11.7%	13.2%	7.9%	12.2%	12.7%
EBIT Margin (%)	8.4%	9.5%	3.1%	7.9%	9.1%
Net Profit Margin (%)	6.7%	7.5%	1.9%	5.9%	7.0%
ROA (%)	7.7%	9.1%	1.8%	6.7%	9.4%
ROE (%)	9.0%	11.4%	2.5%	9.0%	12.4%
Liquidity Ratios					
Current Ratio (x)	4.9	3.3	2.4	2.9	3.0
Quick Ratio (x)	4.0	2.5	1.7	2.1	2.4
Leverage Ratios					
Debt-to-Equity Ratio (x)	0.01	0.13	0.21	0.17	0.13
Net Debt-to-Equity Ratio (x)	-0.04	0.1	0.17	0.13	0.07
Interest Coverage Ratio (x)	134.6	41.2	9.5	33.6	58.1
Growth					
Revenue (%)	3.9%	16.7%	-13.2%	17.0%	24.0%
EBITDA (%)	2.6%	31.5%	-48.5%	81.6%	29.2%
Reported Net Profit (%)	2.7%	30.6%	-78.3%	271.0%	45.8%
Reported EPS (%)	2.7%	30.6%	-78.3%	271.0%	45.8%
Core Profit (%)	2.7%	30.6%	-78.3%	271.0%	45.8%
Core EPS (%)	2.7%	30.6%	-78.3%	271.0%	45.8%

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) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ 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

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

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน