



CHO แกร่ง กล้า ต่าง : บริษัท ข.ทวี ดอลลาเซียน จำกัด (มหาชน)

ธุรกิจหลักเติบโตต่อเนื่อง

เรามองว่าธุรกิจของบริษัทฯเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง หากแยกรายได้ตามกลุ่มผลิตภัณฑ์จะพบว่ารายได้มากที่สุดมาจากผลิตภัณฑ์ออกแบบพิเศษ ซึ่งขยายตัวมาโดยตลอดเฉลี่ย 3 ปี 14 % สะท้อนความต้องการในตลาด ส่วนผลิตภัณฑ์มาตรฐานและงานบริหารโครงการ-งานบริการ เราได้พิจารณาเทียบกับปี 2013 เนื่องจากปี 2014 มีงานขายอุปกรณ์ให้ภาครัฐและโครงการผลิตภัณฑ์จำนวนมากซึ่งเกิดขึ้นเพียงครั้งเดียว รายได้ในส่วนนี้เพิ่มขึ้นมาราว 35% ส่งผลให้กำไรขั้นต้นเติบโตในปี 2015 เพิ่มขึ้นมา 27% เทียบปี 2013 แต่กำไรสุทธิต่ำสุดในรอบสามปีเพราะมีการบันทึกค่าใช้จ่ายในโครงการที่ประมูลได้มาแต่ยังไม่มีการรับรู้รายได้เข้ามา

เตรียมเปิดศูนย์บริการรถบรรทุก One-Stop service เข้าเดียวในไทย

เราคาดว่าภายในปี 2016 บริษัทฯจะสามารถเปิดศูนย์ซ่อมแซมบำรุงรักษารถบรรทุกได้ 2 แห่ง และจะเปิดให้ครบ 8 แห่งภายในปี 2018 เพื่อให้บริการซ่อมแซมบำรุงรักษาเครื่องยนต์ ตัวถัง ระบบไฟฟ้า แบบเต็มระบบ รวมทั้งให้บริการจดทะเบียน ต่อภาษี ประกันภัย พร้อมจำหน่ายอะไหล่ อุปกรณ์ตกแต่ง พร้อมระบบ ERP ที่จะทำให้แต่ละศูนย์สามารถบันทึกข้อมูล-คูประวัติการซ่อมแซมของรถแต่ละคันได้ทุกศูนย์บริการ เรามองว่าจะสามารถเพิ่มรายได้ให้บริษัทอย่างมากจากเพราะเป็นงานบริหารโครงการและงานบริการซึ่งมีมาร์จิ้นสูงเฉลี่ยที่ 40-50%

คาดการณ์รายได้และกำไรปี 2016F เติบโต 12% และ 57% ตามลำดับ

เราคาดการณ์รายได้และกำไรสุทธิหลักของบริษัทจะเติบโตเฉลี่ย 8% และ 24% CAGR ในช่วง FY16-18F จาก 1. การรับรู้รายได้จากมูลค่างานที่ยังไม่ส่งมอบ (Backlog) ซึ่ง ณ สิ้นเดือน ก.พ. มีมูลค่าตามสัญญา 655 ลบ. ซึ่งรับรู้ในปีนี้อยู่ที่ 460 ลบ. 2. รายได้จากการเปิดศูนย์ซ่อมที่มีมาร์จิ้นสูงและจากธุรกิจหลักที่ยังเติบโตต่อเนื่องด้วยอัตราการทำกำไรประมาณ 22% 3. ยังไม่รวมรายได้พิเศษที่มาจากการขายโฆษณาบริเวณป้ายรถประจำทางอัจฉริยะและที่ปักโดยสาร มข. รว 36 ลบ.ต่อปี

เริ่มต้นแนะนำ "ซื้อ" ด้วยมูลค่าเหมาะสมปี 2016 ที่ 2.78 บาท/หุ้น

เราประเมินมูลค่าเหมาะสม CHO ได้ที่ 2.78 บาท อิง PER 45.5x (เฉลี่ยย้อนหลัง 3 ปี รายไตรมาส) และมีการจ่ายปันผลงวดผลดำเนินงาน ปี 2015 ที่ 0.0308 บาทต่อหุ้น คิดเป็น Dividend Yield 1.38% กำหนดวันขึ้นเครื่องหมาย XD 29/04/2016 และจ่ายเงินปันผลวันที่ 19/05/2016

Upside Risk: งานประมูลจากกระทรวงกลาโหม-รถเอ็นจีวี, โครงการพัฒนาร่วมกับพันธมิตร

Downside Risk: ความล่าช้าในคดีความรถเอ็นจีวี, การขาดงานเข้ามา

BUY

Fair price	2.78
Closing price 2.24	Upside 24%


ธวัชชัย อัสวพรไชย, เลขทะเบียน 000710

02-508-1567 Ext.3200 tawatchai@aslsecurities.com;

ดำรงฤทธิ สิริวิวัฒน์, ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

FINANCIAL SUMMARY (31 Dec)

THB	2014	2015	2016F	2017F
Revenues (m)	1,513	1,143	1,279	1,465
Growth (%)	74	(24)	12	15
Profit (m)	99	36	56	86
Growth (%)	104	(64)	57	53
EPS (B)	0.14	0.04	0.06	0.09
DPS (B)	0.02	0.06	0.03	0.05
BVPS (B)	0.88	0.85	0.90	1.07
P/E (x)	29.9	89.7	45.5	29.7
P/BV (x)	4.6	4.6	3.1	2.6
Dividend (%)	0.37	1.53	1.10	1.68
ROA (%)	9.26	2.62	3.32	4.72
ROE (%)	17.38	5.36	7.38	9.53
D/E (x)	0.75	1.32	1.14	0.91
D/A (x)	0.43	0.57	0.53	0.48

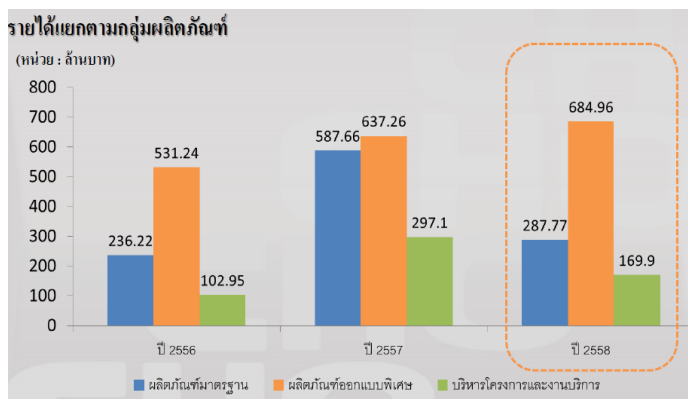
Industry/Sector	Industrial / Industrial
Par Value (B.)	0.25
Beta (YTD)	0.66
Market Cap (MB.)	2,057.09
No. Listed Share (M.)	918.34
Free Float (%)	41.30%
P/E YTD (X)	57.56
P/BV YTD (X)	2.95
BVPS YTD (B.)	0.85
52 Week High/Low (B.)	4.26/1.53
Price Change YTD (%)	+16.06%
CG score rating	
Anti-corruption Progress	3 (Established)



สรุปข้อมูลบริษัทฯ

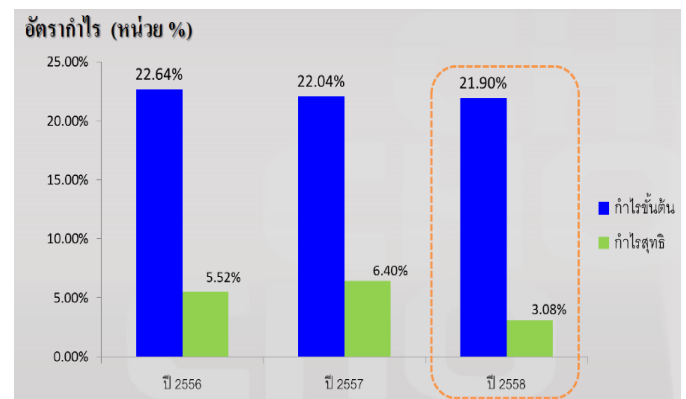
ดำเนินธุรกิจ ออกแบบ สร้างสรรค์ ผลิตภัณฑ์ติดตั้งระบบวิศวกรรมทางยานยนต์เพื่อการพาณิชย์ ให้บริการเทคโนโลยีระบบราง รวมทั้งผลิตและให้บริการเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์อุตสาหกรรมในการป้องกันประเทศ และถือหุ้น 99.99% ในบริษัท ช.ทวี เทอร์โมเทค จำกัด ซึ่งเป็นผู้ออกแบบ ผลิต ประกอบและติดตั้งตู้บรรทุกห้องเย็นไฟเบอร์กลาส สำหรับรถบรรทุก โดยสินค้าและบริการของบริษัท เช่น รถบรรทุก รถพ่วง รถบัส รถลำเลียงอาหารสำหรับเครื่องบิน รถไฟ รถดับเพลิง รถกู้ภัย รถหุ้มเกราะ รถลำเลียงพล เรือรบหลวง เป็นต้น แบ่งผลิตภัณฑ์ได้ 3 กลุ่ม คือ กลุ่มมาตรฐาน กลุ่มออกแบบพิเศษ และกลุ่มบริหารโครงการและงานบริการ

Fig.1 Portion of Revenues



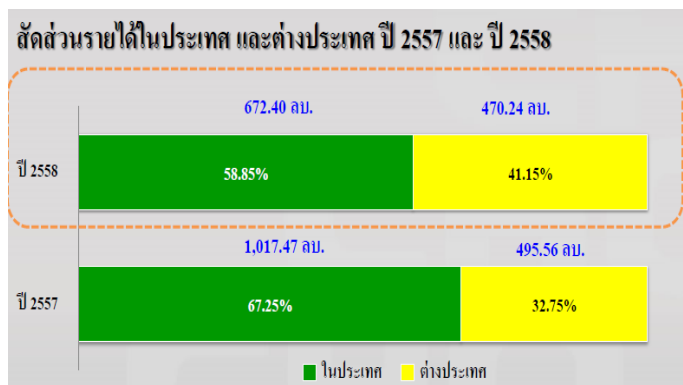
Sources : CHO

Fig.2 Gross Profit Margin



Sources : CHO

Fig.3 Portion of domestic and overseas



Sources : CHO

Fig.4 Awards 2015-2016

Awards 2015

- STI Thailand Awards**
 - รางวัลนวัตกรรมแห่งชาติ ชนะเลิศระดับประเทศ ประเภทวิศวกรรมขนาดใหญ่
- SET Sustainability Awards**
 - รางวัลความยั่งยืน โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- ACEs Awards**
 - Top SMEs in Asia 2015 (Singapore)
 - Asia Corporate Excellence & Sustainability Awards 2015
- SET Awards**
 - Outstanding Investor Relations Awards
 - Company Listed on mai

Awards 2016

- Thailand Top Company Awards 2016**

Sources : CHO



Financial Statements

Profit & Loss (THB. M)	2014A	2015A	2016F	2017F	Balance Sheet (THB. m)	2014A	2015A	2016F	2017F
Revenues	1,513	1,143	1,279	1,465	Cash & ST inv.	24	49	19	44
Cost of goods sold	(1,180)	(892)	(998)	(1,134)	Account receivable	374	468	539	593
Gross Profit	333	250	281	331	Inventory	298	295	340	357
GP margin (%)	22%	22%	22%	23%	PP&E - net	361	664	730	767
SG&A	(190)	(195)	(201)	(209)	Total Assets	1,113	1,619	1,754	1,878
Operating Profit	143	55	80	122	Account payable	97	110	127	146
Other	13	19	18	17	Borrowing	308	740	703	633
EBIT	157	74	99	140	Progress billings net	19	0	23	25
Interest expense	(19)	(29)	(28)	(31)	Total Liabilities	476	922	934	897
EBT	137	45	71	109	Paid-up share capital	180	206	229	229
Tax expense	(39)	(10)	(15)	(23)	Premium	291	317	317	317
Net income	99	36	56	86	Retained earnings	119	105	133	176
NI growth (%)	104%	-64%	57%	53%	Total Equity	636	697	820	981
Basic EPS	0.14	0.04	0.06	0.09	Total Liabilities and Equity	1,113	1,619	1,754	1,878

Cash Flow (THB. m)	2014A	2015A	2016F	2017F	KEY RATIOS	2014A	2015A	2016F	2017F
Profit before income tax	137	45	71	109	Dupont Analysis: ROE	17%	5%	7%	10%
Depre & Amort	29	32	35	37	Net profit margin (%)	7%	3%	4%	6%
Finance costs	19	29	27	29	Total A/S turnover (%)	142%	84%	76%	81%
Change in WC	(97)	(111)	(77)	(50)	Leverage (%)	188%	205%	222%	202%
Interest Paid	(18)	(5)	(5)	(4)	Liquidity Ratios:				
Tax paid	(17)	(26)	(13)	(21)	current ratio (x)	1.55	0.97	1.06	1.25
Operating Cash Flow	90	(36)	52	144	quick ratio (x)	0.87	0.60	0.64	0.78
Net CAPEX	(50)	(361)	(100)	(55)	cash ratio (x)	0.05	0.06	0.02	0.05
Others	0	2	2	2	Solvency Ratios:				
Investing Cash Flow	(50)	(360)	(98)	(53)	debt-to-equity (x)	0.75	1.32	1.14	0.91
Net change in debt	(27)	398	(37)	(70)	debt-to-assets (x)	0.43	0.57	0.53	0.48
Dividend payment	(11)	(49)	(28)	(43)	Growth:				
Others	19	72	58	46	Revenue (%)	74%	-24%	12%	15%
Financing Cash Flow	(19)	421	16	(67)	EBIT (%)	89%	-53%	33%	42%
Net change in cash	20	26	(30)	25	Asset (%)	10%	46%	8%	7%



CG Score 2015 from Thai Institute of Directors Association (IOD)



ADVANC BAFS BCP BIGC BTS CK CPN DRT DTAC DTC EASTW EGCO GRAMMY HANA HMPRO INTUCH IRPC IVL KBANK KCE KKP KTB LHBANK LPN MCOT MINT MONO NKI PHOL PPS PS PSL PTT PTTEP PTTGC QTC RATCH ROBINS SAMART SAMTEL SAT SC SCB SCC SE-ED SIM SNC SPALI THCOM TISCO TKT TMB TOP VGI WACOAL



AAV ACAP AGE AHC AKP AMATA ANAN AOT APCS ARIP ASIMAR ASK ASP BANPU BAY BBL BDMS BKI BLA BOL BROOK BWG CENTEL CFRESH CHO CIMBT CM CNT COL CPF CPI CSL DCC DELTA DEMCO ECF EE ERW GBX GC GPPT GLOBAL GUNKUL HEMRAJ HOTPOT HYDRO ICC ICHI INET IRC KSL KTC LANNA LH LOXLEY LRH MACO MBK MC MEGA MFEC NBC NCH NINE NSI NTV OCC OGC OISHI OTO PAP PDI PE PG PJW PM PPP PR PRANDA PREB PT PTG Q-CON QH RS S & J SABINA SAMCO SCG SEAFCO SFP SIAM SINGER SIS SITHAI SMK SMPC SMT SNP SPI SSF SSI SSSC SST STA STEC SVI SWC SYMC SYNTEC TASCO TBSP TCAP TF TGCI THAI THANA THANI THIP THREE THREL TICON TIP TIPCO TK TKS TMI TMILL TMT TNDT TNITY TNL TOG TPC TPCORP TRC TRU TRUE TSC TSTE TSTH TTA TTCL TTW TVU TVD TVO UAC UT UV VNT WAVE WINNER YUASA ZMICO

SCORE RANGE	SCORE RANGE	DESCRIPTION
90-100		EXCELLENT
80-89		VERY GOOD
70-79		GOOD
60-69		SATISFACTORY
50-59		PASS
Below 50	No logo given	N/A

Anti-corruption Progress Indicator 2015 from Thaipat Institute

Level 5: Extended	Extension of the anti-corruption policy to business partners in the supply chain, and disclosure of any current investigations, prosecutions or closed cases
Level 4: Certified	Audit engagement by audit committee or auditors approved by the office of SEC, and receiving certification or assurance by independent external assurance providers (CAC etc.)
Level 3: Established	Carrying out preventive measures, risk assessment, communication and training for all employees, including consistent monitoring and review processes
Level 2: Declared	Public declaration statement to participate in Thailand's private sector Collective Action Coalition Against Corruption (CAC) or equivalent initiatives
Level 1: Committed	Organization's statement or board's resolution to work against corruption and to be in compliance with all relevant laws
-	Insufficient or not clearly defined policy
-	Data not available / no policy

Source: www.sec.or.th