

THAI STANLEY ELECTRIC
THAILAND / AUTOMOTIVE

STANLY TB

HOLD

FROM BUY

TARGET PRICE	THB220.00
CLOSE	THB216.00
UP/DOWNSIDE	+1.9%
PRIOR TP	THB240.00
CHANGE IN TP	-8.3%
TP vs CONSENSUS	+2.5%

ปี 2024 เป็นปีแห่งการประคองตัว-คุมรายจ่าย

- กำไรปกติ 4QFY24 (ม.ค.-มี.ค. 2024) 482.0 ล้านบาท (+6% q-q, -15% y-y) ต่ำกว่าที่เรคาด 7% และทำให้กำไรปกติทั้งปี FY24 -1% y-y
- เราปรับประมาณการกำไรปี FY25-FY27 ลงเฉลี่ยปีละ 20% ปีนี้เป็นปีแห่งการกลับมาบริหารจัดการต้นทุนและค่าใช้จ่ายเพราะรายได้แทบไม่เติบโต
- ปรับลดราคาเป้าหมายลงเป็น 220 บาท ลดคำแนะนำเป็นถือ

เงินปันผลรับช่วยประคองกำไรปี FY24 ให้ลดลงเพียง 1% y-y

STANLY รายงานกำไรสุทธิ 4QFY24 (ม.ค.-มี.ค. 2024) 503.5 ล้านบาท หากตัดกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน จะเป็นกำไรปกติ 482.0 ล้านบาท (+6% q-q, -15% y-y) ต่ำกว่าที่เรคาด 7% และทำให้กำไรปกติทั้งปี FY24 (เม.ย. 2023-มี.ค. 2024) เป็น 1,723.5 ล้านบาท (-1% y-y) ภาพรวมของปี FY24 ของ STANLY เป็นปีที่ไม่สดใสตามยอดขายรถยนต์ในประเทศที่หดตัวตามภาวะเศรษฐกิจ กำลังซื้อที่อ่อนแอ อัตราดอกเบี้ยสูงชัน และสถานการณ์เงินคุมเข้มในการปล่อยสินเชื่อ

ปี 2024 เป็นอีกปีที่อุตสาหกรรมยานยนต์ไทยไม่เติบโต

ยอดผลิตรถในช่วง 4M24 อยู่ที่ 518,790 คัน -17% y-y เป็นการหดตัวของยอดขายในประเทศ -24% y-y เหลือ 210,494 คัน ส่วนการส่งออกหดตัวเล็กน้อย -4% y-y เป็น 340,685 คัน ยอดขายรถในประเทศในช่วง 4M24 ที่หดตัวเป็นการหดตัวของรถปิกอัพกระบะ -42% y-y หดตัว y-y ติดต่อกันเป็นเดือนที่ 16 ขณะที่รถยนต์นั่งลดลงเช่นกัน -15% y-y ด้วยสถานการณ์หนี้ครัวเรือน กำลังซื้อ เศรษฐกิจที่โตต่ำ อัตราดอกเบี้ยทรงตัวในระดับสูง และการคุมเข้มของสถานการณ์การเงิน มีความเป็นไปได้ว่าอาจเห็นการปรับเป้ายอดผลิต-ยอดขายในประเทศลงอีก 1-2 เดือนข้างหน้า

ปรับประมาณการกำไรปี FY25-FY27 ลงเฉลี่ยปีละ 20%

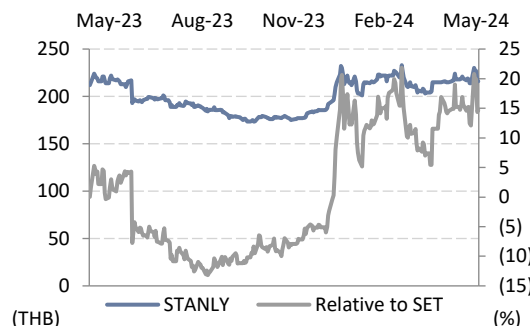
เราปรับลดประมาณการกำไรของ STANLY ปี FY25-27 ลงเฉลี่ยปีละ 20% หลักๆ มาจากการปรับลดรายได้ให้เป็นไปตามอุตสาหกรรม แต่ปรับเพิ่มอัตรากำไรขั้นต้นขึ้น ปี FY24 เป็นปีแห่งการบริหารจัดการและคุมเข้มเรื่องต้นทุนและค่าใช้จ่าย การที่ STANLY ถูก consolidate เข้าใน Stanley Electric Holding Asia Pacific ซึ่งถือหุ้น STANLT เพิ่มขึ้น 35.7% จากเดิมต่ำกว่า 30% เราเชื่อว่าการเข้ามาบริหารจัดการมากขึ้นของบริษัทแม่ น่าจะทำให้ STANLY สร้างอัตรากำไรที่ดี รวมถึงจ่ายเงินปันผลในอัตราสูงขึ้น

ปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 220 บาท ลดคำแนะนำเป็นถือ

บนสมมติฐานประมาณการใหม่ คาดกำไรปี FY24 +3% y-y เป็น 1,777.3 ล้านบาท และปี FY25 พื้นตัวดีขึ้น +7% y-y เป็น 1,900.7 ล้านบาท เราปรับลดราคาเป้าหมายลงเป็น 220 บาท จากเดิม 240 บาท อิง FY25E P/E 9.4 เท่าเท่าเดิม และใกล้เคียงค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ผ่านมา และปรับคำแนะนำเป็นถือ จากเดิมซื้อ หุ้น STANLY ขาดปัจจัยหนุน มีเพียงเงินปันผลที่เชื่อว่าจ่ายในอัตราที่สูง คิดเป็น Dividend yield 8-9% ต่อปี

KEY STOCK DATA

YE Mar (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	14,380	14,807	15,538	16,436
Net profit	1,757	1,777	1,901	2,035
EPS (THB)	22.93	23.19	24.81	26.56
vs Consensus (%)	-	(1.9)	4.1	4.9
EBITDA	3,326	3,419	3,574	3,759
Recurring net profit	1,724	1,777	1,901	2,035
Core EPS (THB)	22.49	23.19	24.81	26.56
Chg. In EPS est. (%)	nm	(19.8)	(20.8)	nm
EPS growth (%)	(1.0)	3.1	6.9	7.1
Core P/E (x)	9.6	9.3	8.7	8.1
Dividend yield (%)	9.3	8.6	9.2	9.8
EV/EBITDA (x)	4.4	4.2	4.0	3.9
Price/book (x)	0.8	0.8	0.7	0.7
Net debt/Equity (%)	(9.2)	(10.4)	(9.9)	(9.4)
ROE (%)	8.0	8.1	8.6	9.2



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	0.5	(2.7)	8.6
Relative to country (%)	0.2	(0.3)	22.3
Mkt cap (USD m)	451		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.5		
Free float (%)	34		
Major shareholder	Stanley Electric Holding Asia-Pacific Pte., Ltd. (36%)		
12m high/low (THB)	233.00/171.50		
Issued shares (m)	76.63		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Jitra Amornthum

Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 014530
jitra.a@fssia.com, +66 2646 9966

Investment thesis

ด้วยสถานการณ์หนี้ครัวเรือน กำลังซื้อ เศรษฐกิจที่โตต่ำ อัตราดอกเบี้ยทรงตัวในระดับสูง และการคุมเข้มของสถาบันการเงิน เราเชื่อว่าปี 2024 จะเป็นอีกปีที่ยากลำบากของผู้ผลิตชิ้นส่วนยานยนต์

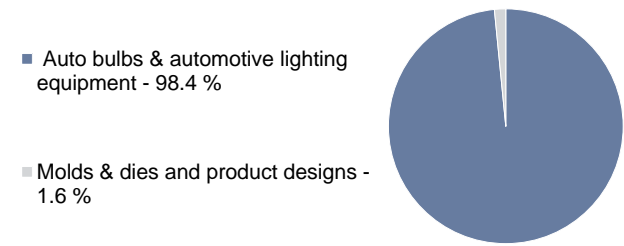
เราปรับลดประมาณการกำไรของ STANLY ปี FY25-27 ลงเฉลี่ยปีละ 20% หลักๆ มาจากการปรับลดรายได้ให้เป็นไปตามอุตสาหกรรม แต่ปรับเพิ่มอัตรากำไรขั้นต้นขึ้น ปี FY24 เป็นปีแห่งการบริหารจัดการและคุมเข้มเรื่องต้นทุนและค่าใช้จ่าย มีเพียงเงินปันผลที่คาดว่าจะบริษัทจะยังสามารถจ่ายได้ในอัตรากำไรสูงด้วยสภาพคล่องทางการเงินที่สูงมาก เราปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 220 บาท (FY25E P/E 9.4x) ลดคำแนะนำเป็นถือ

Company profile

STANLY ก่อตั้งในปี 1980 เพื่อผลิตและจำหน่ายหลอดไฟและอุปกรณ์ให้แสงสว่างสำหรับยานพาหนะ โดยเป็นกิจการร่วมทุนไทย-ญี่ปุ่นระหว่างบริษัท เซ่งวงฮง (สิทธิผล) จำกัด (ปัจจุบันคือ บริษัท สิทธิผล 1919 จำกัด) กับบริษัท สแตนเลย์อิเล็กทริก จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทฝ่ายญี่ปุ่น นอกจากนั้นยังได้มีการร่วมลงทุนจัดตั้งบริษัทในต่างประเทศ เช่น ลาว เวียดนาม อินโดนีเซีย อินเดีย เป็นต้น

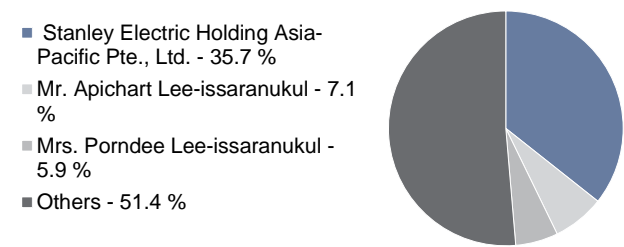
www.thaistanley.com

Principal activities (revenue, 2024)



Source: Thai Stanley Electric

Major shareholders



Source: Thai Stanley Electric

Catalysts

ปัจจัยหนุนการเติบโตของบริษัท ได้แก่ 1) ปริมาณความต้องการยานยนต์ที่ดีกว่าคาด 2) คำสั่งซื้อใหม่ 3) การปรับลงของต้นทุนวัตถุดิบและค่าไฟฟ้า

Risks to our call

ปัจจัยเสี่ยงต่อราคาเป้าหมายของเรา ได้แก่ 1) อุปสงค์ยานยนต์ของโลกที่อ่อนแอ 2) ราคาต้นทุนวัตถุดิบและค่าไฟฟ้าที่สูงขึ้น 3) การขาดแคลนชิ้นส่วนและเซมิคอนดักเตอร์ในการผลิต และ 4) ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

Event calendar

Date	Event
5 July 2024	Annual general meeting of shareholders
11 July 2024	Ex-dividend date
26 July 2024	Dividend payment date
August 2024	1QFY25 earnings announcement

Key assumptions

	FY25E (THB m)	FY26E (THB m)	FY27E (THB m)
Auto bulbs & lighting	14,581	15,310	16,206
Growth (%)	3.0	5.0	5.9
Die & molds	226	228	230
Growth (%)	1.0	1.0	1.0
Total revenue	14,807	15,538	16,436
Growth (%)	3.0	4.9	5.8
Gross margin (%)	18.3	18.8	19.2
Core profit margin	12.0	12.2	12.4

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

- For every 0.5% change in its gross margin, we project STANLY’s FY25 net profit to change by 3%, all else being equal.
- For every 10% change in utility costs, we project STANLY’s FY25 net profit to change by 2%, all else being equal.
- For every 1% change in its SG&A to sales, we forecast STANLY’s FY25 net profit to change by 6%, all else being equal.

Source: FSSIA estimates

เงินปันผลรับช่วยประคองกำไรปี FY24 ให้ลดลงเพียง 1% y-y

STANLY รายงานกำไรสุทธิ 4QFY24 (ม.ค.-มี.ค. 2024) 503.5 ล้านบาท หากตัดกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน จะเป็นกำไรปกติ 482.0 ล้านบาท (+6% q-q, -15% y-y) ต่ำกว่าที่เราคาด 7% และทำให้กำไรปกติทั้งปี FY24 (เม.ย. 2023-มี.ค 2024) เป็น 1,723.5 ล้านบาท ลดลง 1% y-y

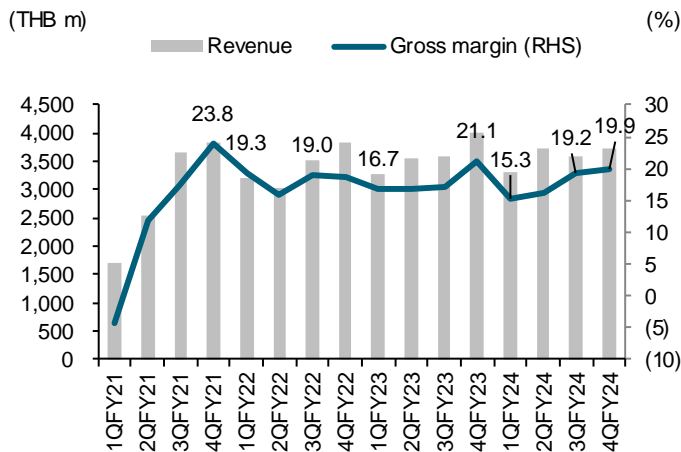
ภาพรวมของปี FY24 ของ STANLY เป็นปีที่ไม่วุ่นวาย ต่างจากในช่วงสองปีก่อนหน้า ตามยอดขายรถยนต์ในประเทศที่หดตัวตามภาวะเศรษฐกิจ กำลังซื้อที่อ่อนแอ อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น และสถาบันการเงินคุมเข้มในการปล่อยสินเชื่อ รายได้ของ STANLY ทั้งปี FY24 จึงทำได้เพียงทรงตัว (-0.5% y-y) อยู่ที่ 14,379.9 ล้านบาท อัตรากำไรขั้นต้นลดลงเป็น 17.7% จากในช่วง 2 ปีก่อนหน้าที่ 18.1-18.3% ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้น 3% y-y แต่กำไรปกติที่ลดลงเพียง 1% y-y เป็น 1,723.5 ล้านบาทเพราะได้รับเงินปันผลจากบริษัทร่วมสูงขึ้นมาก

Exhibit 1: 4QFY24 results summary

Year to Mar 31	4QFY23	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24	----- Change -----	
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)
Sales	4,012	3,306	3,745	3,607	3,722	3.2	(7.2)
Cost of sales	(3,165)	(2,799)	(3,135)	(2,915)	(2,980)	2.2	(5.9)
Gross profit	846	507	610	692	742	7.3	(12.3)
Operating costs	(271)	(268)	(281)	(286)	(294)	2.9	8.6
Operating profit	575	239	328	406	448	10.4	(22.1)
Operating EBITDA	996	685	898	853	915	7.2	(8.2)
Other income	40	46	177	56	66	18.3	65.0
Interest expense	0	0	0	0	0	0.0	0.0
Profit before tax	616	286	505	462	514	11.3	(16.4)
Tax	(133)	(78)	(108)	(111)	(125)	13.2	(5.3)
Associates	84	96	87	102	93	(8.9)	10.2
Reported net profit	565	315	495	443	503	13.6	(11.0)
Core profit	568	303	485	453	482	6.3	(15.1)
Reported EPS (THB)	7.38	4.11	6.47	5.78	6.57	13.6	(11.0)
Core EPS (THB)	7.41	3.96	6.33	5.92	6.29	6.3	(15.1)
Key Ratios (%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)
Gross margin	21.1	15.3	16.3	19.2	19.9	0.8	(1.2)
Operating margin	15.3	8.6	13.5	12.8	13.8	1.0	(1.5)
EBITDA margin	24.8	20.7	24.0	23.7	24.6	0.9	(0.3)
Core profit margin	14.1	9.2	12.9	12.6	12.9	0.4	(1.2)
SG&A / Sales	6.8	8.1	7.5	7.9	7.9	(0.0)	1.2
Revenue breakdown by product type	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)
Auto bulbs & automotive lighting equipment	3,973	3,300	3,592	3,586	3,678	2.6	(7.4)
Molds & dies and product designs	39	6	153	21	44	107.6	12.2
Revenue breakdown by geographic	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)
Domestic sales	2,648	2,037	2,394	2,220	2,315	4.3	(12.6)
Export sales	1,363	1,269	1,351	1,387	1,407	1.4	3.2

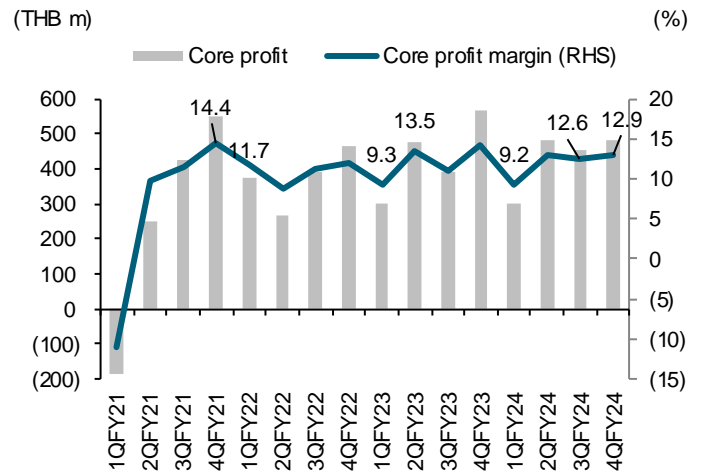
Sources: STANLY, FSSIA's compilation

Exhibit 2: Revenue and gross profit, quarterly



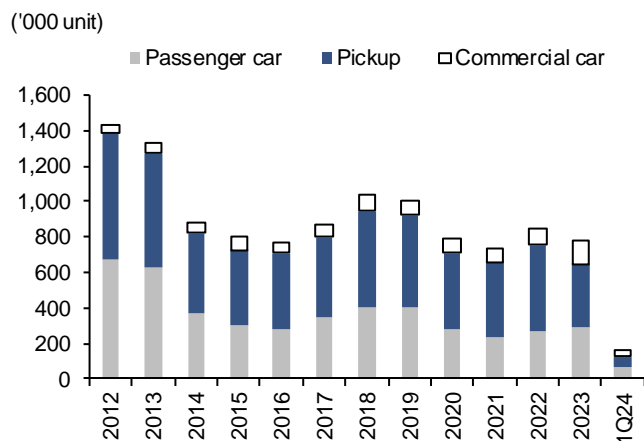
Sources: STANLY, FSSIA's compilation

Exhibit 3: Core profit and core profit margin, quarterly



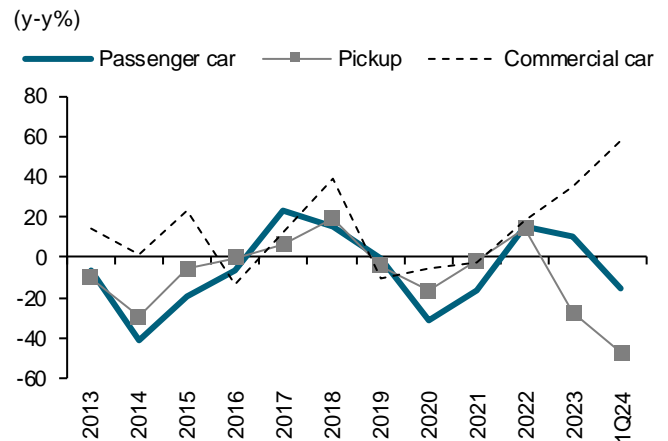
Sources: STANLY, FSSIA's compilation

Exhibit 4: Thailand's car sales



Sources: The Federation of Thai Industries, FSSIA's compilation

Exhibit 5: Thailand's car sales growth



Sources: The Federation of Thai Industries, FSSIA's compilation

ปี 2024 อาจเป็นอีกปีที่อุตสาหกรรมยานยนต์ไทยไม่เติบโต

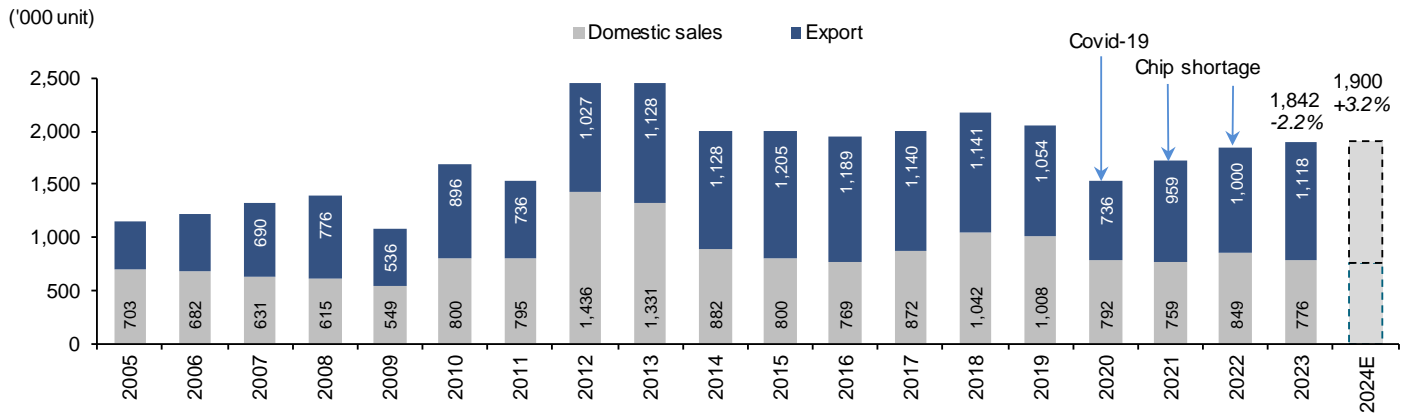
สภาอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย (ส.อ.ท.) ตั้งเป้ายอดขายรถยนต์ในปี 2024 ที่ 1.9 ล้านคัน เพิ่มขึ้น 3.2% y-y โดยเป็นการผลิตเพื่อส่งออก 1.2 ล้านคัน (+3% y-y) และผลิตเพื่อจำหน่ายในประเทศ 7.5 แสนคัน (-3% y-y)

ในขณะที่ยอดขายรถยนต์ในช่วง 4M24 อยู่ที่ 518,790 คัน -17% y-y เป็นการหดตัวของยอดขายในประเทศ -24% y-y เหลือ 210,494 คัน ส่วนการส่งออกหดตัวเล็กน้อย -4% y-y เป็น 340,685 คัน

ยอดขายรถยนต์ในประเทศในช่วง 4M24 ที่หดตัวเป็นการหดตัวของรถปิกอัพ-กระบะ -42% y-y หดตัว y-y ติดต่อกันเป็นเดือนที่ 16 ขณะที่รถยนต์นั่งลดลงเช่นกัน -15% y-y

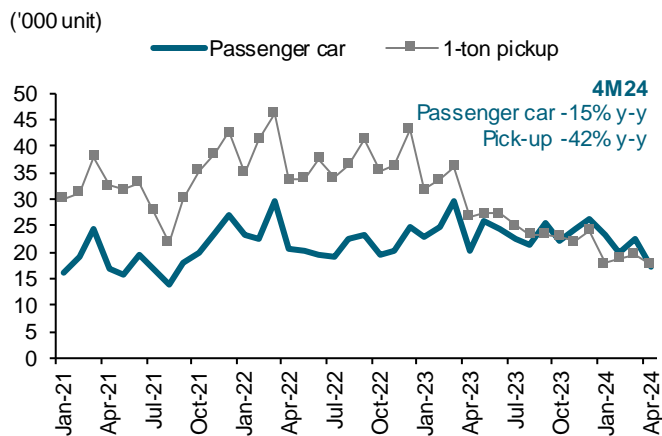
เป้าหมายปีนี้ 1.9 ล้านคันถือว่าท้าทายเพราะหมายถึงในช่วง 8 เดือนที่เหลือของปีต้องมีการผลิตเฉลี่ยเดือนละ 1.7 แสนคัน ในขณะที่ในช่วง 4 เดือนแรกผลิตได้เพียง 1.3 แสนคัน เช่นเดียวกับเป้าหมายในประเทศ 7.5 แสนคันหรือเฉลี่ย 6.7 หมื่นคันต่อเดือน ก่อนช่วงท้าทาย ด้วยสถานการณ์หนี้ครัวเรือนกำลังซื้อ เศรษฐกิจที่โตต่ำ อัตราดอกเบี้ยทรงตัวในระดับสูง และการคุมเข้มของสถาบันการเงิน มีความเป็นไปได้ว่าอาจเห็นการปรับเป้าหมายผลิต-ยอดขายในประเทศลงไปอีก 1-2 เดือนข้างหน้า เท่ากับว่าปี 2024 จะเป็นปีที่ 2 ที่อุตสาหกรรมยานยนต์ในประเทศไม่มีการเติบโต

Exhibit 6: Thailand's domestic automobile sales and export



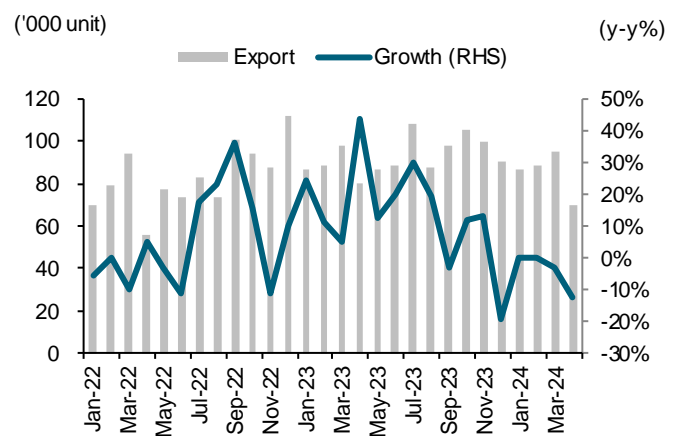
Sources: The Federation of Thai Industries

Exhibit 7: Thailand's monthly domestic car sales



Sources: The Federation of Thai Industries

Exhibit 8: Thailand's monthly car export



Sources: The Federation of Thai Industries

ปรับประมาณการกำไรปี FY25-FY27 ลงเฉลี่ยปีละ 20%

ด้วยภาพอุตสาหกรรมที่เชื่อว่ายังไม่ฟื้น เราจึงปรับลดประมาณการกำไรของ STANLY ปี FY25-27 ลงเฉลี่ยปีละ 20% หลักๆ มาจากการปรับลดรายได้ให้เป็นไปตามอุตสาหกรรมแม้ว่าในช่วงที่ผ่านมา STANLY มักเติบโตสูงกว่าอุตสาหกรรมมาโดยตลอด แต่ปรับเพิ่มอัตรากำไรขั้นต้นขึ้น การที่ STANLY ถูก consolidate เข้าใน Stanley Electric Holding Asia Pacific ซึ่งถือหุ้น STANLYT เพิ่มขึ้น 35.7% จากเดิมต่ำกว่า 30% เราเชื่อว่าการเข้ามาบริหารจัดการมากขึ้นของบริษัทแม่ น่าจะทำให้ STANLY สร้างอัตรากำไรที่ดี รวมถึงจ่ายเงินปันผลในอัตราสูงขึ้นโดยเฉพาะอย่างยิ่งบริษัทที่มีเงินสดในมือและเงินลงทุนระยะสั้นสูงมากถึงกว่า 8 พันล้านบาท เราจึงปรับเพิ่ม Dividend payout ratio เป็น 80% จากเดิม 50%

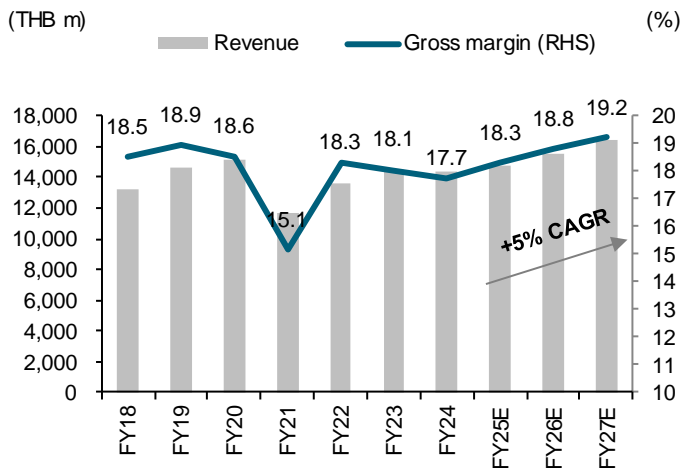
ปี FY24 เป็นปีแห่งการบริหารจัดการและคุมเข้มเรื่องต้นทุนและค่าใช้จ่าย บริษัทยุบรวมโรงงานทั้ง 7 แห่งเหลือ 4 แห่งเพื่อใช้ประสิทธิภาพการผลิตให้เต็มที่ นำ Automation เข้ามาใช้ในโรงงานมากขึ้น บนสมมติฐานประมาณการใหม่ คาดกำไรปี FY24 +3% y-y เป็น 1,777.3 ล้านบาท และปี FY25 ฟื้นตัวดีขึ้น +7% y-y เป็น 1,900.7 ล้านบาท

Exhibit 9: Key changes in assumptions

Year ending Mar	Current			Previous			Change		
	FY25E (THB m)	FY26E (THB m)	FY27E (THB m)	FY25E (THB m)	FY26E (THB m)	FY27E (THB m)	FY25E (%)	FY26E (%)	FY27E (%)
Total revenue	14,807	15,538	16,436	17,385	18,779	19,718	(14.8)	(17.3)	(16.6)
Cost of goods sold	(12,097)	(12,617)	(13,280)	(15,767)	(16,928)	(16,001)	(23.3)	(25.5)	(17.0)
Gross profit	2,710	2,921	3,156	1,618	1,851	3,717	67.5	57.8	(15.1)
SG&A	(1,199)	(1,259)	(1,315)	(1,217)	(1,296)	(1,380)	(1.4)	(2.9)	(4.7)
EBITDA	3,419	3,574	3,759	3,815	4,027	4,358	(10.4)	(11.3)	(13.7)
Core profit	1,777	1,901	2,035	2,216	2,401	2,544	(19.8)	(20.8)	(20.0)
Margins	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(ppt)
Gross margin	18.3	18.8	19.2	18.5	18.5	18.9	(0.2)	0.3	0.3
EBITDA margin	23.1	23.0	22.9	21.9	21.4	22.1	1.2	1.6	0.8
Net profit margin	12.0	12.2	12.4	12.7	12.8	12.9	(0.7)	(0.6)	(0.5)
Revenue breakdown	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(ppt)	(ppt)	(ppt)
Domestic sales	9,180	9,944	10,683	11,126	12,206	12,817	(17.5)	(18.5)	(16.6)
Export	5,627	5,594	5,753	6,259	6,573	6,901	(10.1)	(14.9)	(16.6)

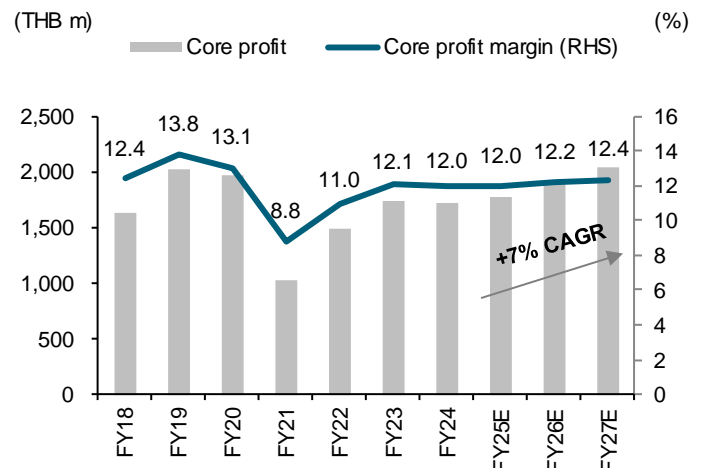
Sources: STANLY, FSSIA estimates

Exhibit 10: Revenue and gross profit, yearly



Sources: STANLY, FSSIA estimates

Exhibit 11: Core profit and core profit margin, yearly

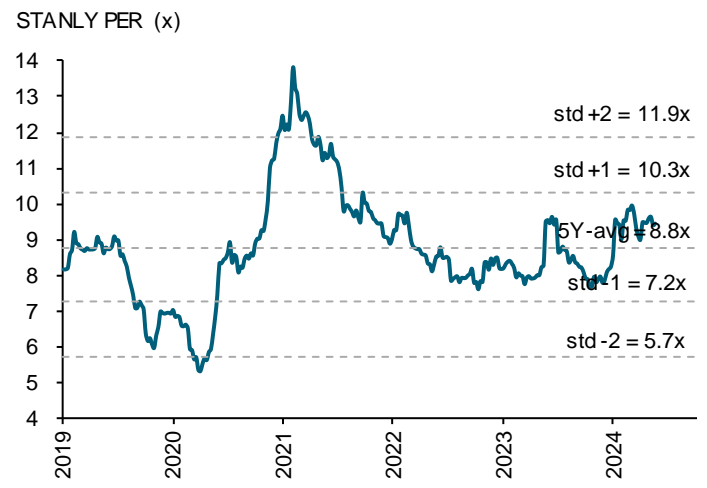


Sources: STANLY, FSSIA estimates

ปรับลดราคาเป้าหมายลงเป็น 220 บาท ลดคำแนะนำเป็นถือ

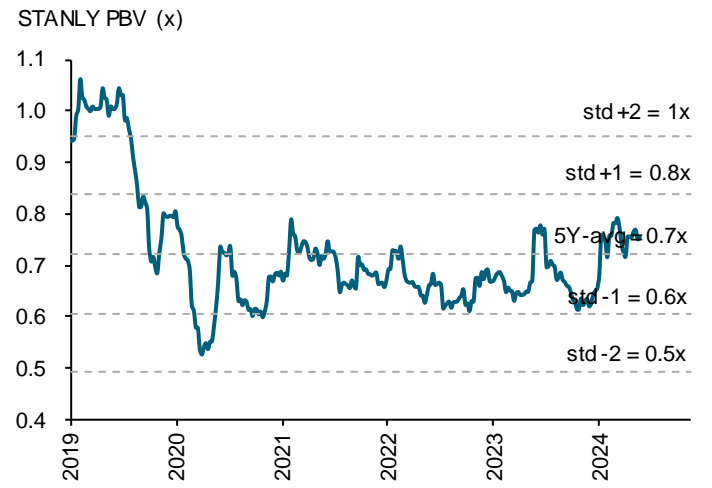
เราปรับลดราคาเป้าหมายลงเป็น 220 บาท จากเดิม 240 บาท ถึง FY25E P/E 9.4 เท่าเท่าเดิม และ
 ใกล้เคียงค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ผ่านมา และปรับคำแนะนำเป็นถือ จากเดิมซื้อ หุ้น STANLY ขาดปัจจัยหนุน มี
 เพียงเงินปันผลที่เชื่อว่าจะจ่ายในอัตราที่สูง คิดเป็น Dividend yield 8-9% ต่อปี

Exhibit 12: One-year rolling forward P/E band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Exhibit 13: One-year rolling forward P/BV band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Exhibit 14: Peers comparison as of 23 May 2024

Company	BBG	Market Cap (USD m)	----- PE -----		----- ROE -----		----- PBV -----		---- EV/EBITDA ----	
			24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E
			(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)
Thailand										
Thai Stanley Electric	STANLY TB	453	9.6	9.3	8.0	8.1	0.8	0.8	4.4	4.2
Aapico Hitech	AH TB	203	4.3	4.0	15.0	14.9	0.6	0.6	4.0	3.5
Somboon Advance Technology	SAT TB	176	6.0	5.8	12.5	12.4	0.7	0.7	2.6	2.3
Inoue Rubber(Thailand)	IRC TB	72	15.9	12.9	4.2	5.0	0.7	0.6	3.1	2.8
Thailand average		903	9.0	8.0	9.9	10.1	0.7	0.7	3.5	3.2

Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Financial Statements

Thai Stanley Electric

Profit and Loss (THB m) Year Ending Mar	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	14,448	14,380	14,807	15,538	16,436
Cost of goods sold	(13,387)	(13,387)	(13,662)	(14,188)	(14,861)
Gross profit	1,061	993	1,145	1,350	1,575
Other operating income	1,795	1,904	1,908	1,911	1,918
Operating costs	(1,093)	(1,129)	(1,199)	(1,259)	(1,315)
Operating EBITDA	3,311	3,326	3,419	3,574	3,759
Depreciation	(1,548)	(1,558)	(1,565)	(1,571)	(1,581)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	1,763	1,768	1,854	2,003	2,178
Net financing costs	0	0	0	0	0
Associates	387	378	355	363	363
Recurring non-operating income	387	378	355	363	363
Non-recurring items	4	33	0	0	0
Profit before tax	2,154	2,179	2,209	2,365	2,540
Tax	(408)	(422)	(432)	(465)	(505)
Profit after tax	1,746	1,757	1,777	1,901	2,035
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	1,746	1,757	1,777	1,901	2,035
Non-recurring items & goodwill (net)	(4)	(33)	0	0	0
Recurring net profit	1,742	1,724	1,777	1,901	2,035
Per share (THB)					
Recurring EPS *	22.73	22.49	23.19	24.81	26.56
Reported EPS	22.78	22.93	23.19	24.81	26.56
DPS	20.00	20.00	18.56	19.84	21.25
Diluted shares (used to calculate per share data)	77	77	77	77	77
Growth					
Revenue (%)	6.4	(0.5)	3.0	4.9	5.8
Operating EBITDA (%)	4.8	0.4	2.8	4.5	5.2
Operating EBIT (%)	11.3	0.3	4.9	8.0	8.7
Recurring EPS (%)	16.4	(1.0)	3.1	6.9	7.1
Reported EPS (%)	14.8	0.6	1.2	6.9	7.1
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	7.3	6.9	7.7	8.7	9.6
Gross margin exc. depreciation (%)	18.1	17.7	18.3	18.8	19.2
Operating EBITDA margin (%)	22.9	23.1	23.1	23.0	22.9
Operating EBIT margin (%)	12.2	12.3	12.5	12.9	13.3
Net margin (%)	12.1	12.0	12.0	12.2	12.4
Effective tax rate (%)	18.9	19.4	19.6	19.6	19.9
Dividend payout on recurring profit (%)	88.0	88.9	80.0	80.0	80.0
Interest cover (X)	-	-	-	-	-
Inventory days	20.2	16.9	15.4	15.5	16.2
Debtor days	65.4	62.8	59.5	58.1	56.9
Creditor days	31.7	30.3	29.0	27.9	26.6
Operating ROIC (%)	9.2	8.6	9.1	9.9	10.6
ROIC (%)	8.6	7.9	8.2	8.8	9.4
ROE (%)	8.4	8.0	8.1	8.6	9.2
ROA (%)	7.4	7.0	7.2	7.7	8.2

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Auto bulbs & automotive lighting equipment	14,329	14,157	14,581	15,310	16,206
Molds & dies and product designs	119	223	226	228	230

Sources: Thai Stanley Electric; FSSIA estimates

Financial Statements

Thai Stanley Electric

Cash Flow (THB m) Year Ending Mar	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Recurring net profit	1,742	1,724	1,777	1,901	2,035
Depreciation	1,548	1,558	1,565	1,571	1,581
Associates & minorities	(387)	(378)	(355)	(363)	(363)
Other non-cash items	(504)	(604)	(27)	(479)	(878)
Change in working capital	(202)	(116)	10	(429)	(119)
Cash flow from operations	2,197	2,183	2,970	2,201	2,256
Capex - maintenance	0	0	0	0	0
Capex - new investment	(677)	(749)	(889)	(907)	(908)
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	(2,235)	(823)	(1,158)	(700)	(699)
Cash flow from investing	(2,911)	(1,572)	(2,047)	(1,607)	(1,607)
Dividends paid	(651)	(1,532)	(1,422)	(1,521)	(1,628)
Equity finance	0	0	0	0	0
Debt finance	0	0	0	0	0
Other financing cash flows	-	-	-	-	-
Cash flow from financing	(651)	(1,532)	(1,422)	(1,521)	(1,628)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	794	838	787	827	868
Net other adjustments	794	838	787	827	868
Movement in cash	(572)	(84)	288	(100)	(111)
Free cash flow to firm (FCFF)	(714.86)	610.72	922.78	593.79	649.39
Free cash flow to equity (FCFE)	79.54	1,448.48	1,710.15	1,420.99	1,517.39
Per share (THB)					
FCFF per share	(9.33)	7.97	12.04	7.75	8.47
FCFE per share	1.04	18.90	22.32	18.54	19.80
Recurring cash flow per share	31.31	30.00	38.63	34.32	31.00
Balance Sheet (THB m) Year Ending Mar	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Tangible fixed assets (gross)	24,700	24,904	26,458	28,036	29,625
Less: Accumulated depreciation	(16,231)	(17,006)	(18,570)	(20,141)	(21,722)
Tangible fixed assets (net)	8,469	7,899	7,888	7,895	7,903
Intangible fixed assets (net)	940	873	899	926	953
Long-term financial assets	1,702	1,898	1,898	1,898	1,898
Invest. in associates & subsidiaries	2,023	2,205	2,205	2,205	2,205
Cash & equivalents	2,084	2,000	2,288	2,189	2,078
A/C receivable	2,557	2,390	2,434	2,512	2,612
Inventories	591	504	514	560	619
Other current assets	5,933	6,934	6,594	6,596	6,598
Current assets	11,165	11,829	11,830	11,856	11,906
Other assets	25	75	74	78	82
Total assets	24,325	24,778	24,793	24,857	24,947
Common equity	21,287	21,702	22,058	22,088	22,195
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	21,287	21,702	22,058	22,088	22,195
Long term debt	-	-	-	-	-
Other long-term liabilities	1,046	1,140	814	824	822
Long-term liabilities	1,046	1,140	814	824	822
A/C payable	1,001	964	961	968	964
Short term debt	-	-	-	-	-
Other current liabilities	991	972	960	978	966
Current liabilities	1,992	1,936	1,922	1,946	1,930
Total liabilities and shareholders' equity	24,325	24,778	24,793	24,857	24,947
Net working capital	7,089	7,893	7,620	7,722	7,898
Invested capital	20,249	20,842	20,583	20,722	20,939
* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt					
Per share (THB)					
Book value per share	277.80	283.22	287.86	288.26	289.65
Tangible book value per share	265.53	271.84	276.13	276.18	277.21
Financial strength					
Net debt/equity (%)	(9.8)	(9.2)	(10.4)	(9.9)	(9.4)
Net debt/total assets (%)	(8.6)	(8.1)	(9.2)	(8.8)	(8.3)
Current ratio (x)	5.6	6.1	6.2	6.1	6.2
CF interest cover (x)	-	-	-	-	-
Valuation	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Recurring P/E (x) *	9.5	9.6	9.3	8.7	8.1
Recurring P/E @ target price (x) *	9.7	9.8	9.5	8.9	8.3
Reported P/E (x)	9.5	9.4	9.3	8.7	8.1
Dividend yield (%)	9.3	9.3	8.6	9.2	9.8
Price/book (x)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
Price/tangible book (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA (x) **	4.4	4.4	4.2	4.0	3.9
EV/EBITDA @ target price (x) **	4.5	4.5	4.3	4.1	3.9
EV/invested capital (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income					

Sources: Thai Stanley Electric; FSSIA estimates

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																				
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																				
Sustainability Investment List (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	THSI quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for THSI inclusion , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. SETTHSI Index is extended from the THSI companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.																				
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).																				
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). <i>(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)</i>	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.																				
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. <i>(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)</i>	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.																				
Morningstar Sustainabilitys	The Sustainabilitys' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. <i>Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.</i>	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table><tr><th>NEGL</th><th>Low</th><th>Medium</th><th>High</th><th>Severe</th></tr><tr><td>0-10</td><td>10-20</td><td>20-30</td><td>30-40</td><td>40+</td></tr></table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+										
NEGL	Low	Medium	High	Severe																		
0-10	10-20	20-30	30-40	40+																		
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.																				
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers. <table><tr><td>AAA</td><td>8.571-10.000</td><td rowspan="3">Leader:</td><td rowspan="3">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td></tr><tr><td>AA</td><td>7.143-8.570</td></tr><tr><td>A</td><td>5.714-7.142</td></tr><tr><td>BBB</td><td>4.286-5.713</td><td rowspan="3">Average:</td><td rowspan="3">a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td></tr><tr><td>BB</td><td>2.857-4.285</td></tr><tr><td>B</td><td>1.429-2.856</td></tr><tr><td>CCC</td><td>0.000-1.428</td><td>Laggard:</td><td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td></tr></table>		AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	AA	7.143-8.570	A	5.714-7.142	BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BB	2.857-4.285	B	1.429-2.856	CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																			
AA	7.143-8.570																					
A	5.714-7.142																					
BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																			
BB	2.857-4.285																					
B	1.429-2.856																					
CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																			
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.																					
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)</i>																					
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.																					
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.																				
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.																				

[Rating](#) regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) "CG Score"; 2) "AGM Level"; 3) "Thai CAC"; and 4) **THSI**. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Jitra Amornthum FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

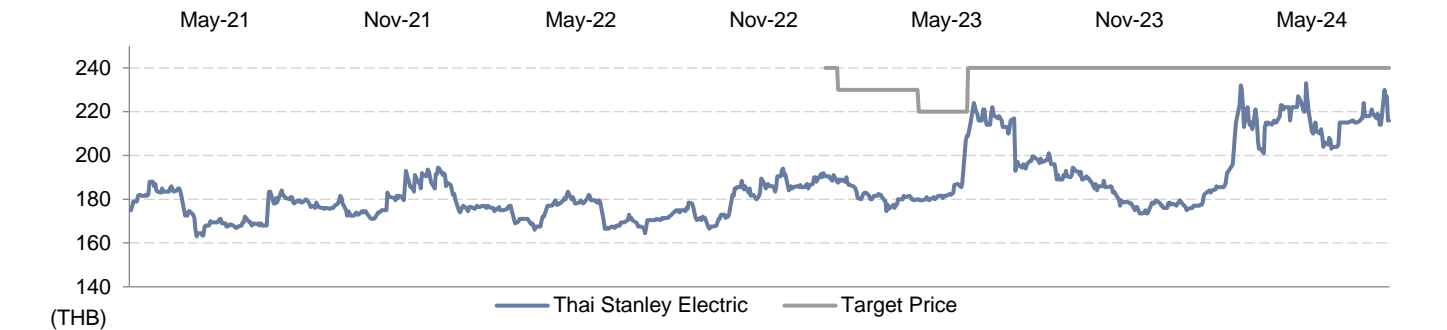
The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Securities Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

History of change in investment rating and/or target price

Thai Stanley Electric (STANLY TB)



Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
19-Jan-2023	BUY	240.00	10-Apr-2023	BUY	220.00	-	-	-
30-Jan-2023	BUY	230.00	23-May-2023	BUY	240.00			

Jitra Amornthum started covering this stock from 19-Jan-2023

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
Thai Stanley Electric	STANLY TB	THB 216.00	BUY	Downside risks to our P/E-based TP include 1) weak global automotive demand; 2) higher raw material prices and utility costs; 3) global semiconductor shortages; and 4) fluctuations in the THB.

Source: FSSIA estimates

Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited.

All share prices are as at market close on 24-May-2024 unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$.

BUY (B). The upside is 10% or more.

HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.

REDUCE (R). The downside is 10% or more.

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 market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Industry Recommendations

Overweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

Neutral. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

Underweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight (O). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral (N). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight (U). Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.