

BUY (Unchanged)

TP: Bt 90.00

(From: Bt 50.30)

Change in Numbers

Upside : 23.3%

26 AUGUST 2021

# Hana Micro Electronics (HANA TB)

## กำลังการผลิตเพิ่มขึ้น

HANA มีแผนที่จะขยายกำลังการผลิตในปี 2022-23 ซึ่งนำไปสู่การเติบโตของยอดขายมากกว่าปกติของธุรกิจไปอีก 2 ปีข้างหน้า และการปรับผลการดำเนินงาน 2Q21 ที่แข็งแกร่งกว่าคาด และเงินบาทที่อ่อนค่าลง เราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้น 46-70% ในปี 2021-23F คงคำแนะนำ "ซื้อ"



PATTADOL BUNNAK

662 - 483 8298

Pattadol.bun@thanachartsec.co.th

### เพิ่มกำลังการผลิต

เนื่องจากปัจจุบันดำเนินการเต็มกำลังการผลิตแล้ว HANA จึงมีแผนที่จะขยายกำลังการผลิตขึ้น 25% ในปี 2022 และ 8% ในปี 2023 ซึ่งด้วยสัดส่วนผลิตภัณฑ์ที่เปลี่ยนแปลงไป จึงหมายความว่ายอดขายมีโอกาสเติบโต 10% และ 6% ในปีดังกล่าว การขยายกำลังการผลิตนั้นจะทำในโรงงาน 3 แห่ง จากทั้งหมด 6 แห่งที่มีอยู่ (Exhibit 8) โดยบริษัท มีแผนเพิ่มกำลังการผลิตที่โรงงานในอยุธยาขึ้น 25%, เพิ่มกำลังการผลิตที่หน่วยบรรจุภัณฑ์ชิปในจีน 100% และซื้อโรงงานในสหรัฐฯ เพื่อเพิ่มความสามารถในการขายที่นั่นเป็นสองเท่า ปัจจุบันโรงงานทั้งสามแห่งนี้คิดเป็น 34%, 4% และ 4% ของยอดขายรวม การขยายกำลังการผลิตมีเป้าหมายที่จะทยอยแล้วเสร็จในปี 2022-23 HANA คาดว่าจะใช้กำลังการผลิตใหม่ได้ในอัตราการดำเนินงานที่สูงในปีหน้า

### เติบโตในทุกกลุ่มผลิตภัณฑ์

ทั้งธุรกิจบรรจุภัณฑ์ IC และ PCB assembly ของ HANA กำลังเติบโตไปพร้อมกับอุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์โดยรวม การเติบโตนี้ครอบคลุมทุกกลุ่มผลิตภัณฑ์ขั้นสุดท้าย (โครงสร้างยอดขายใน Exhibit 9) การขยายกำลังการผลิตที่โรงงานในจีนขึ้น 100% เป็นผลมาจากสงครามการค้าที่ทำให้จีนใช้แหล่งวัตถุดิบจากตลาดภายในประเทศมากขึ้น HANA กำลังเพิ่มกำลังการผลิตในสหรัฐฯ เป็นสองเท่า เนื่องจากความต้องการผลิตภัณฑ์ RFID Tag ที่แข็งแกร่งจากแนวโน้มอีคอมเมิร์ซที่กำลังเติบโต นอกจากนี้ยังขยาย value chain ที่โรงงานในสหรัฐฯ จากงานประกอบผลิตภัณฑ์ OEM เป็นงานซอฟต์แวร์สำหรับผลิตภัณฑ์ inlay RFID (ใช้สำหรับเครื่องติดตามวัสดุ) สำหรับลูกค้า HANA คาดว่าผลิตภัณฑ์ RFID Inlay จะคิดเป็น 5% ของยอดขายในปี 2023 เทียบกับปัจจุบันราว 1%

### ผลการดำเนินงาน 2Q21 ดีกว่าคาด

HANA รายงานผลการดำเนินงาน 2Q21 ที่ 770 ลบ. เพิ่มขึ้น 61% y-y และ 87% q-q โดยมีปัจจัยหลักผลักดัน ได้แก่ 1) การเติบโตของปริมาณจากอุตสาหกรรมที่แข็งแกร่ง 2) การปรับราคาเพื่อสะท้อนต้นทุนที่เพิ่มขึ้นในไตรมาสก่อนหน้า 3) มีสัดส่วนผลิตภัณฑ์ที่มีอัตรากำไรขั้นต้นสูงมากขึ้น เช่น ผลิตภัณฑ์อุตสาหกรรม และสมาร์ทโฟน 4) อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นเป็น 16.8% จาก 11.9% ใน 1Q21 และ 15.3% ใน 2Q20 และ 5) ผลกระทบจากเงินบาทที่อ่อนค่าลง

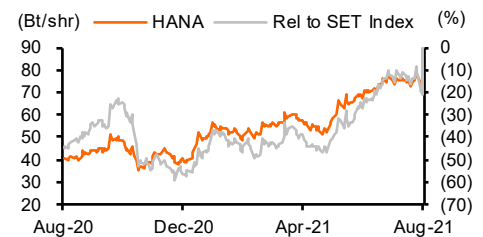
### ปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้นอย่างมาก

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรของเราขึ้น 46-70% ในปี 2021-23F และปรับราคาเป้าหมายปี 2022F เป็น 90 บาท (จาก 50 บาท) ซึ่งเป็นผลมาจากการเพิ่มกำลังการผลิต ฐานกำไรขั้นต้นที่สูงขึ้น และผลการดำเนินงาน 2Q21 ที่แข็งแกร่ง เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" HANA โดยคาดว่าบริษัท จะยังคงเติบโตต่อเนื่องยาวนาน ด้วยคาดว่ากำไรจะเติบโต 30% h-h ใน 2H21F และ 32% ในปี 2022F HANA นั้นไม่แพงที่ 17/15 เท่า PE ในปี 2022-23F เทียบกับ EPS ที่เติบโต 32/11% ในปี 2022-23F

### COMPANY VALUATION

VALUATION	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	19,283	23,441	27,114	28,282
Net profit	1,908	2,670	3,522	3,900
Consensus NP	—	2,325	2,741	3,070
Diff frm cons (%)	—	14.8	28.5	27.0
Norm profit	1,798	2,670	3,522	3,900
Prev. Norm profit	—	1,834	2,071	2,293
Chg frm prev (%)	—	45.6	70.1	70.1
Norm EPS (Bt)	2.2	3.3	4.4	4.8
Norm EPS grw (%)	20.2	48.6	31.9	10.7
Norm PE (x)	32.7	22.0	16.7	15.1
EV/EBITDA (x)	19.7	14.0	10.9	9.5
P/BV (x)	2.7	2.6	2.4	2.2
Div yield (%)	1.9	2.7	3.5	3.9
ROE (%)	8.5	12.0	14.8	15.3
Net D/E (%)	(43.3)	(38.6)	(39.0)	(47.1)

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

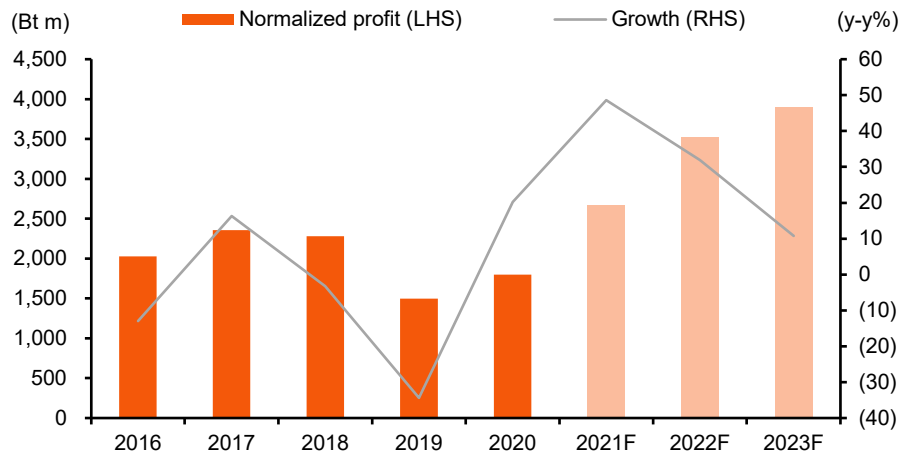
Price: (Bt) as of 26-Aug-21	73.00
Market Cap (US\$ m)	1,794.4
Listed Shares (m shares)	804.9
Free Float (%)	57.0
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	35.0
12M Price H/L (Bt)	79.00/35.25
Sector	Electronics
Major Shareholder	OMAC (HK) Limited 21.43%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

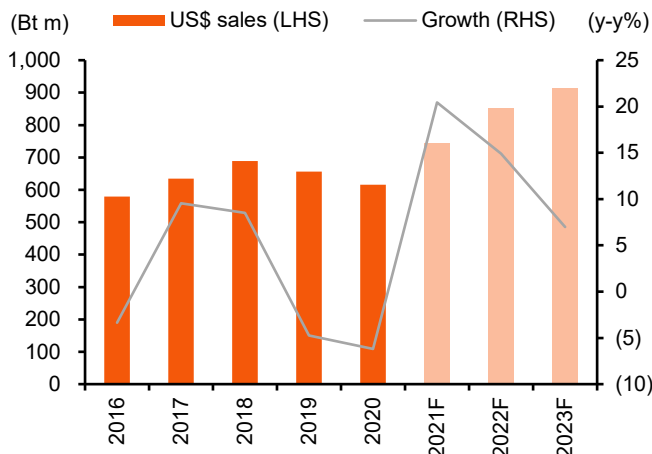


**Ex 1: Earnings Growth**



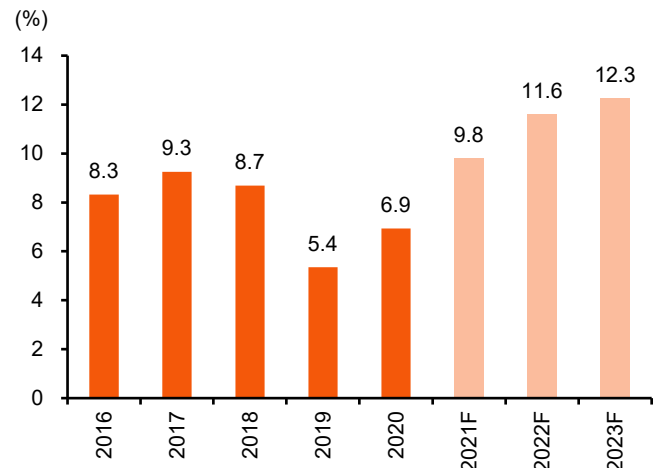
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: Sales Growth**



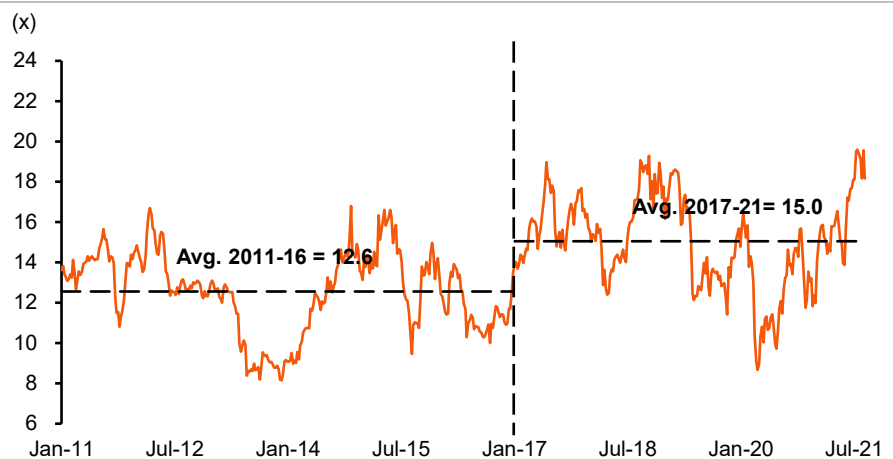
Sources: Company data; Thanachart estimates

**Ex 3: EBIT Margin Expansion**



Sources: Company data; Thanachart estimates

**Ex 4: Average PE**



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 5: Our Key Assumptions**

	2020	2021F	2022F	2023F
Year-end capacity growth (%)	-	5	30	1
Effective capacity growth (%)	-	4	25	8
Implied extra sales (%)	-	2	10	6
US\$ sales growth (%)	(6.2)	20	15	7
Baht assumption (US\$/Baht)	31.2	31.6	31.8	31.0
Baht sales growth (%)	(5.4)	22	16	4
Gross margin (%)	13.2	15.9	17.3	17.8
SG&A to sales (%)	6.3	6.1	5.7	5.6

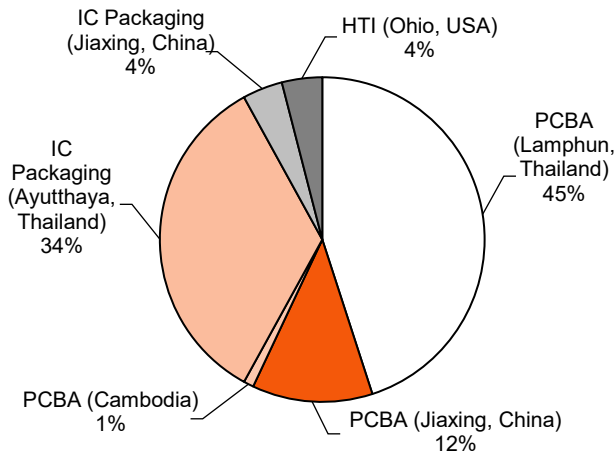
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 6: Earnings Revisions**

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>Sales (US\$ m)</b>					
New	656	616	742	853	912
Old			629	681	724
Change (%)			18.0	25.1	26.1
<b>Bt/US\$</b>					
New	31.0	31.2	31.6	31.8	31.0
Old			31.1	29.6	29.6
Change (%)			1.6	7.4	4.7
<b>Sales (Bt m)</b>					
New	20,384	19,283	23,441	27,114	28,282
Old			19,559	20,168	21,418
Change (%)			19.8	34.4	32.0
<b>Gross margin (%)</b>					
New	10.7	13.2	15.9	17.3	17.8
Old			12.0	13.5	13.6
Change (pp)			3.9	3.8	4.2
<b>SG&amp;A/sales (%)</b>					
New	5.39	6.28	6.09	5.72	5.57
Old			6.0	6.6	6.4
Change (pp)			0.1	(0.8)	(0.8)
<b>Normalized profit (Bt m)</b>					
New	1,496	1,798	2,670	3,522	3,900
Old			1,834	2,071	2,293
Change (%)			45.6	70.1	70.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 7: HANA's Sales Breakdown by Plant**



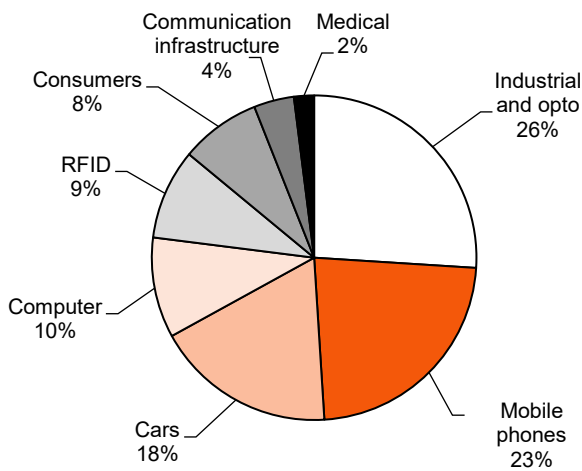
Source: Company data

**Ex 8: Capacity Timeline**

(%)	2021	2022	2023
Year-end capacity growth	5	30	1
Effective capacity growth	4	25	8
Implied extra sales	2	10	6

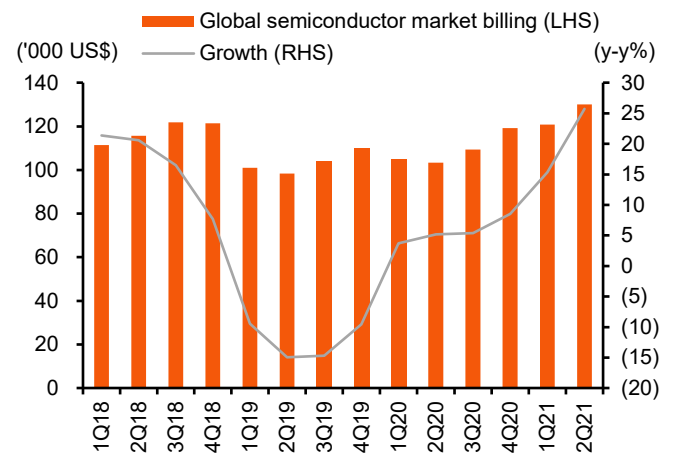
Sources: Company data; Thanachart estimates

**Ex 9: Sales Breakdown By End Products**



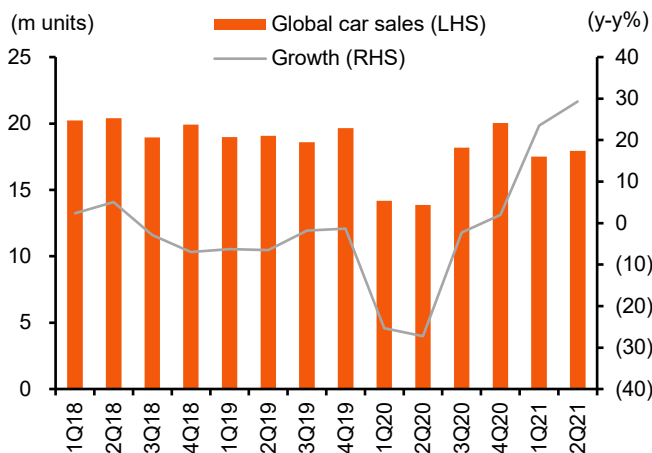
Source: Company data

**Ex 10: Global Semiconductor Sales Growth**



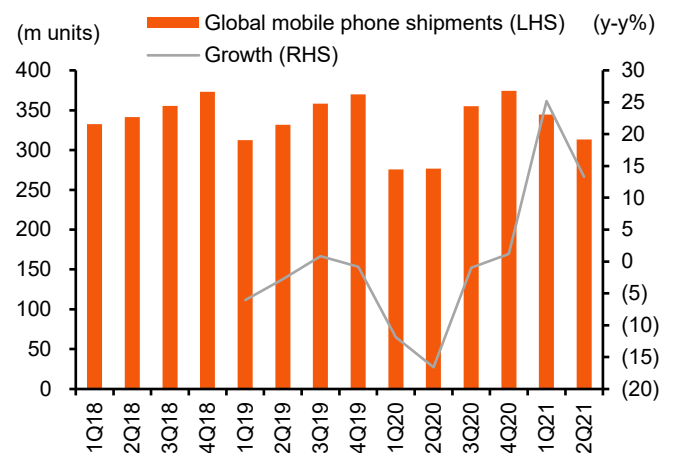
Source: Semiconductor Industry Association

**Ex 11: Global Car Sales**



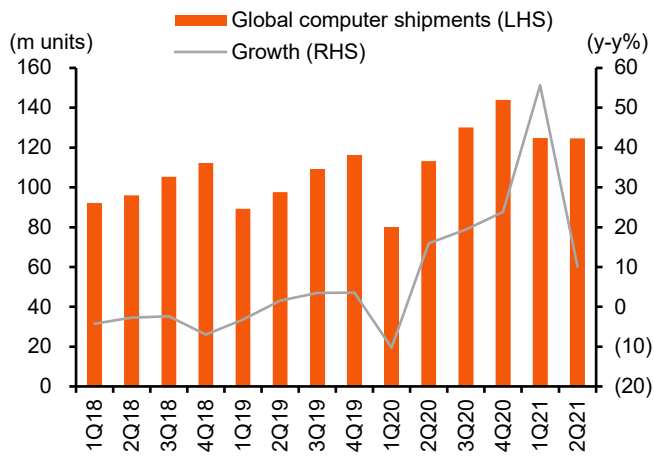
Source: Bloomberg

**Ex 12: Global Smartphone Shipments**



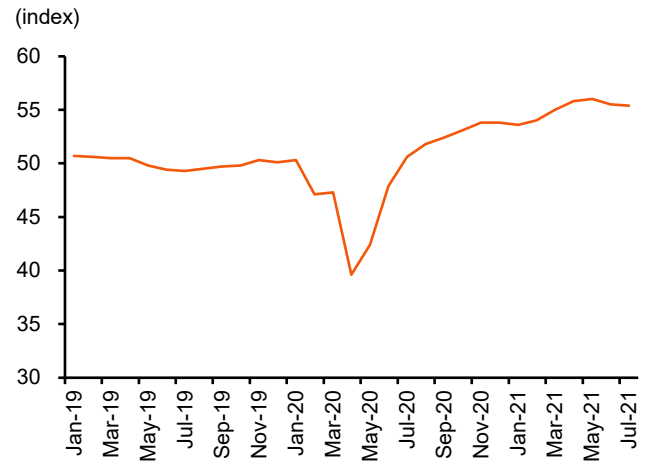
Source: Bloomberg

**Ex 13: Global Computer Shipments**



Source: Bloomberg

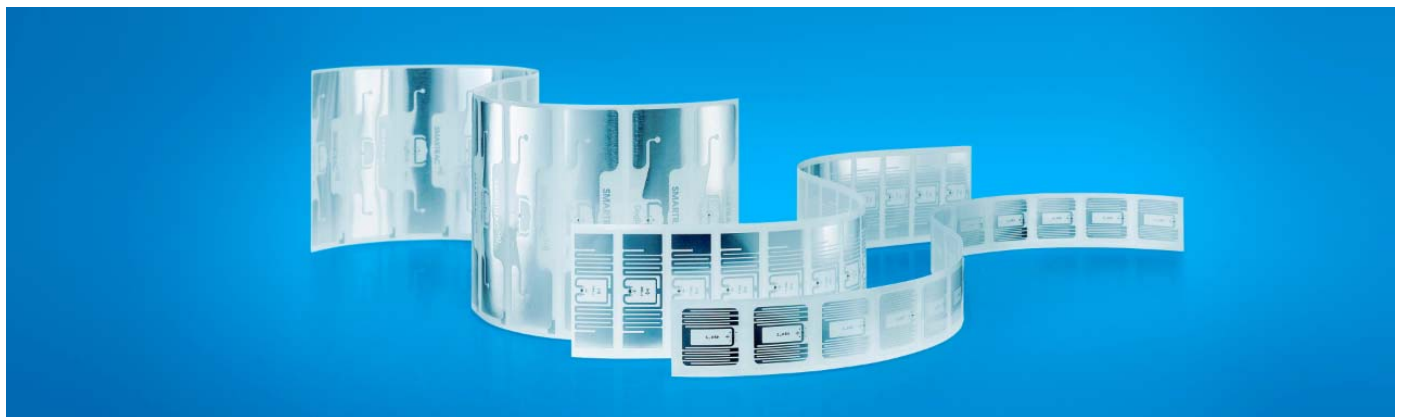
**Ex 14: Global Manufacturing PMI**



Source: Bloomberg

Note: \* Manufacturing PMI is a proxy for industrial-related electronic products  
 \* PMI above 50 implies expansion

**Ex 15: Inlay RFID**



Source: Thanachart compilation

## Ex 16: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal value
EBITDA	4,494	4,859	5,432	5,950	6,249	6,609	6,979	7,294	7,618	7,952	8,297	—
Free cash flow	2,604	4,485	4,601	5,183	5,619	3,658	6,437	6,761	7,095	7,439	7,794	92,077
PV of free cash flow	2,597	3,731	3,491	3,586	3,467	2,049	3,273	3,121	2,974	2,831	2,563	30,278
Risk-free rate (%)	3.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	10.6											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	63,961											
Net debt (2021F)	(8,845)											
Minority interest	—											
Equity value	72,807											
# of shares (m)	805											
<b>Target price/share (Bt)</b>	<b>90</b>											

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

## Ex 17: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div. yield —	
			21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)
Compal Electronics Inc	2324 TT	Taiwan	23.4	(12.8)	8.4	9.7	0.9	0.8	7.6	7.8	7.8	7.1
Foxconn Technology	2354 TT	Taiwan	63.8	6.4	11.9	11.2	0.7	0.7	3.8	3.6	4.2	4.5
Hon Hai Precision Indus.	2317 TT	Taiwan	33.6	11.6	11.0	9.8	1.1	1.0	6.1	5.5	4.6	5.2
Lite-On Technology Corp	2301 TT	Taiwan	39.5	(5.3)	9.8	10.4	1.8	1.7	5.4	4.7	7.5	7.2
Pegatron Corp	4938 TT	Taiwan	(2.5)	(9.8)	8.6	9.5	1.0	1.0	11.6	10.2	7.3	7.0
Wistron Corp	3231 TT	Taiwan	(0.2)	7.4	8.8	8.2	1.0	0.9	6.7	5.7	8.0	8.4
Wistron NeWeb Corp	6285 TT	Taiwan	12.0	41.1	16.8	11.9	1.6	1.5	8.0	6.5	4.2	5.5
Fabrinet	FN US	US	15.9	7.1	18.1	16.9	2.8	2.4	12.6	11.7	na	na
Plexus Corp	PLXS US	US	23.5	15.8	17.7	15.3	2.5	4.1	10.3	9.2	na	na
Sanmina Corp	SANM US	US	31.6	4.4	9.5	9.1	na	na	4.9	4.7	0.0	0.0
Siix Corp	7613 JP	Japan	255.3	10.2	9.6	8.7	1.0	0.9	6.4	5.8	2.4	2.6
Venture Corp Ltd	VMS SP	Singapore	9.4	9.1	17.0	15.6	2.1	2.0	11.4	10.5	4.0	4.1
Delta Electronics	DELTA TB	Thailand	2.1	33.1	94.6	68.8	17.1	15.1	73.2	54.8	0.6	0.8
SVI Pcl	SVI TB	Thailand	(15.6)	15.6	17.9	15.5	2.5	2.3	12.1	10.8	1.9	2.3
Hana Microelectronics	HANA TB*	Thailand	48.6	31.9	22.0	16.7	2.6	2.4	14.0	10.9	2.7	3.5
KCE Electronics	KCE TB*	Thailand	133.3	59.1	39.1	24.6	7.0	6.2	25.6	17.5	1.8	2.8
<b>Average</b>			<b>42.1</b>	<b>14.1</b>	<b>20.1</b>	<b>16.4</b>	<b>3.0</b>	<b>2.9</b>	<b>13.7</b>	<b>11.2</b>	<b>4.1</b>	<b>4.4</b>

Source: Bloomberg

Note: \*Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 26-Aug-2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ฮานา ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ให้บริการผลิตผลิตภัณฑ์อิเล็กทรอนิกส์แบบครบวงจร (EMS) ซึ่งผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ให้กับผู้รับจ้างผลิตสินค้าตามรูปแบบและเครื่องหมายการค้าของลูกค้ากำหนด (OEM) บริษัทฯ ให้บริการประกอบผลิตภัณฑ์สามอย่างแก่ลูกค้า คือ การประกอบแผงวงจรอิเล็กทรอนิกส์ (PCBA) การผลิตและทดสอบการทำงานของแผงวงจรไฟฟ้า (IC) และผลิตภัณฑ์ประเภท MICRODISPLAY โดย HANA มีฐานการผลิต 5 แห่ง ตั้งอยู่ในประเทศไทย จีน กัมพูชา และสหรัฐอเมริกา

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- โรงงานที่จัดตั้งมานานและมีการดำเนินงานที่แข็งแกร่ง
- ทีมผู้บริหารที่เก่ง มีประสบการณ์ และทำงานร่วมกันมายาวนาน
- มีเงินสดสุทธิสูงมาก และไม่มีภาระหนี้สินเลย

## O — Opportunity

- มีการพัฒนากระบวนการผลิตใหม่ๆ ขึ้นเองซึ่งจะสามารถลดต้นทุนได้
- การขยายธุรกิจเข้าไปสู่กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีมูลค่าเพิ่มมากกว่าและมีอัตรากำไรที่สูง เช่น อุตสาหกรรมรถยนต์ และการแพทย์
- การขยายกำลังการผลิตทำให้บริษัทสามารถเพิ่มรายได้ให้สูงขึ้นไปอีกขั้นเมื่อความต้องการของสินค้าฟื้นตัว

## CONSENSUS COMPARISON

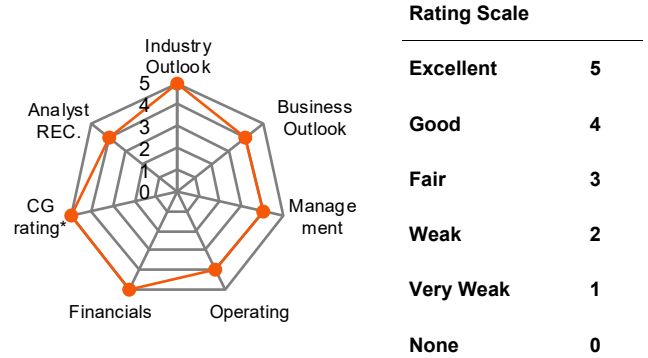
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	77.36	90.00	16%
Net profit 21F (Bt m)	2,325	2,670	15%
Net profit 22F (Bt m)	2,741	3,522	28%
Consensus REC	BUY: 8	HOLD: 6	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการปี 2021-22F ของเราสูงกว่าของตลาด ซึ่งเป็นเพราะเรามีมุมมองที่เป็นบวกมากขึ้นต่ออุตสาหกรรมเซมิคอนดักเตอร์ของโลกที่แข็งแกร่งต่อเนื่อง

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

## W — Weakness

- เป็นธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนเยอะ โดยเฉพาะเครื่องจักร
- ธุรกิจขึ้นอยู่กับความต้องการชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ของโลกที่ผันผวน
- มีการแข่งขันสูงกับบริษัท EMS รายใหญ่ระดับโลก

## T — Threat

- เหตุการณ์ภายนอกที่ไม่สามารถคาดเดาล่วงหน้าได้ (เช่น น้ำท่วมและความไม่สงบทางการเมือง) สามารถทำให้การดำเนินงานของ HANA ต้องหยุดชะงัก
- นวัตกรรมใหม่ในอุตสาหกรรมเทคโนโลยีที่เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วสามารถส่งผลกระทบต่อฐานะต่อความต้องการของสินค้าบางอย่างได้

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ประเมินการของเราอยู่บนสมมติฐานว่าเงินบาทจะอ่อนค่าลง ดังนั้นหากเงินบาทแข็งค่าขึ้นมากกว่าที่เราคาดไว้ จะเป็นความเสี่ยงทางลบต่อประมาณการของเรา
- อัตราผลสำเร็จจากโครงการ R&D เป็นความเสี่ยงอีกประการหนึ่งต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

*A continued strong earnings path*

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	20,384	19,283	23,441	27,114	28,282
Cost of sales	18,193	16,734	19,716	22,414	23,237
<b>Gross profit</b>	<b>2,191</b>	<b>2,548</b>	<b>3,724</b>	<b>4,700</b>	<b>5,045</b>
% gross margin	10.7%	13.2%	15.9%	17.3%	17.8%
Selling & administration expenses	1,099	1,211	1,428	1,552	1,574
<b>Operating profit</b>	<b>1,092</b>	<b>1,337</b>	<b>2,297</b>	<b>3,149</b>	<b>3,470</b>
% operating margin	5.4%	6.9%	9.8%	11.6%	12.3%
Depreciation & amortization	1,138	1,175	1,260	1,346	1,389
<b>EBITDA</b>	<b>2,230</b>	<b>2,512</b>	<b>3,556</b>	<b>4,494</b>	<b>4,859</b>
% EBITDA margin	10.9%	13.0%	15.2%	16.6%	17.2%
Non-operating income	532	530	470	497	565
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(13)	(9)	(7)	(7)	(6)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>1,610</b>	<b>1,858</b>	<b>2,760</b>	<b>3,639</b>	<b>4,030</b>
Income tax	115	60	89	118	130
<b>After-tax profit</b>	<b>1,496</b>	<b>1,798</b>	<b>2,670</b>	<b>3,522</b>	<b>3,900</b>
% net margin	7.3%	9.3%	11.4%	13.0%	13.8%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	309	110	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>1,805</b>	<b>1,908</b>	<b>2,670</b>	<b>3,522</b>	<b>3,900</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>1,496</b>	<b>1,798</b>	<b>2,670</b>	<b>3,522</b>	<b>3,900</b>
EPS (Bt)	2.2	2.4	3.3	4.4	4.8
Normalized EPS (Bt)	1.9	2.2	3.3	4.4	4.8

## BALANCE SHEET

*Healthy balance sheet, on our forecasts*

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	17,015	17,720	18,621	20,735	23,128
Cash & cash equivalent	8,568	9,667	9,000	9,900	12,500
Account receivables	3,341	3,461	4,207	4,867	5,076
Inventories	4,518	4,496	5,297	5,834	5,411
Others	588	96	116	135	140
Investments & loans	208	72	72	72	72
Net fixed assets	6,902	6,938	7,892	7,559	6,783
Other assets	301	450	547	632	659
<b>Total assets</b>	<b>24,426</b>	<b>25,180</b>	<b>27,132</b>	<b>28,999</b>	<b>30,643</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	3,182	2,806	3,282	3,866	3,781
Account payables	2,252	2,355	2,971	3,377	3,501
Bank overdraft & ST loans	802	300	153	298	84
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	128	151	159	191	195
<b>Total LT debt</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>1</b>
Others LT liabilities	699	760	915	488	481
<b>Total liabilities</b>	<b>3,881</b>	<b>3,567</b>	<b>4,200</b>	<b>4,358</b>	<b>4,263</b>
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	805	805	805	805	805
Share premium	1,723	1,723	1,723	1,723	1,723
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(881)	(611)	(611)	(611)	(611)
<b>Retained earnings</b>	<b>18,898</b>	<b>19,696</b>	<b>21,014</b>	<b>22,723</b>	<b>24,463</b>
Shareholders' equity	20,546	21,614	22,932	24,640	26,380
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>24,426</b>	<b>25,180</b>	<b>27,132</b>	<b>28,999</b>	<b>30,643</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
Earnings before tax	1,610	1,858	2,760	3,639	4,030
Tax paid	(129)	(70)	(81)	(118)	(128)
Depreciation & amortization	1,138	1,175	1,260	1,346	1,389
Chg In working capital	26	5	(931)	(789)	337
Chg In other CA & CL / minorities	(2)	497	(37)	(2)	(16)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>2,643</b>	<b>3,465</b>	<b>2,970</b>	<b>4,076</b>	<b>5,611</b>
Capex	(848)	(1,199)	(2,200)	(1,000)	(600)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	10	136	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	226	(103)	60	(510)	(35)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(611)</b>	<b>(1,165)</b>	<b>(2,140)</b>	<b>(1,510)</b>	<b>(635)</b>
Debt financing	811	(360)	(145)	147	(217)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,328)	(1,046)	(1,352)	(1,813)	(2,160)
Warrants & other surplus	(1,014)	207	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(1,531)</b>	<b>(1,200)</b>	<b>(1,498)</b>	<b>(1,666)</b>	<b>(2,377)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>1,795</b>	<b>2,266</b>	<b>770</b>	<b>3,076</b>	<b>5,011</b>

**VALUATION**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
Normalized PE (x)	39.3	32.7	22.0	16.7	15.1
Normalized PE - at target price (x)	48.4	40.3	27.1	20.6	18.6
PE (x)	32.6	30.8	22.0	16.7	15.1
PE - at target price (x)	40.1	38.0	27.1	20.6	18.6
EV/EBITDA (x)	22.9	19.7	14.0	10.9	9.5
EV/EBITDA - at target price (x)	29.0	25.1	17.9	14.0	12.4
P/BV (x)	2.9	2.7	2.6	2.4	2.2
P/BV - at target price (x)	3.5	3.4	3.2	2.9	2.7
P/CFO (x)	22.2	17.0	19.8	14.4	10.5
Price/sales (x)	2.9	3.0	2.5	2.2	2.1
Dividend yield (%)	1.8	1.9	2.7	3.5	3.9
FCF Yield (%)	3.1	3.9	1.3	5.2	8.5
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	1.9	2.2	3.3	4.4	4.8
EPS	2.2	2.4	3.3	4.4	4.8
DPS	1.3	1.4	2.0	2.5	2.8
BV/share	25.5	26.9	28.5	30.6	32.8
CFO/share	3.3	4.3	3.7	5.1	7.0
FCF/share	2.2	2.8	1.0	3.8	6.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Valuation still  
inexpensive in our view*

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	(8.4)	(5.4)	21.6	15.7	4.3
Net profit (%)	(24.0)	5.7	40.0	31.9	10.7
EPS (%)	(24.0)	5.7	40.0	31.9	10.7
Normalized profit (%)	(34.4)	20.2	48.6	31.9	10.7
Normalized EPS (%)	(34.4)	20.2	48.6	31.9	10.7
Dividend payout ratio (%)	58.0	59.1	59.1	58.2	58.2
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	10.7	13.2	15.9	17.3	17.8
Operating margin (%)	5.4	6.9	9.8	11.6	12.3
EBITDA margin (%)	10.9	13.0	15.2	16.6	17.2
Net margin (%)	7.3	9.3	11.4	13.0	13.8
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.5)
Interest coverage - EBIT (x)	82.5	147.5	340.0	483.1	628.0
Interest coverage - EBITDA (x)	168.5	277.1	526.5	689.6	879.4
ROA - using norm profit (%)	6.0	7.2	10.2	12.5	13.1
ROE - using norm profit (%)	7.2	8.5	12.0	14.8	15.3
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	7.2	8.5	12.0	14.8	15.3
- asset turnover (x)	0.8	0.8	0.9	1.0	0.9
- operating margin (%)	8.0	9.7	11.8	13.4	14.3
- leverage (x)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
- interest burden (%)	99.2	99.5	99.8	99.8	99.9
- tax burden (%)	92.9	96.8	96.8	96.8	96.8
WACC (%)	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6
ROIC (%)	7.6	10.1	18.1	21.6	22.3
NOPAT (Bt m)	1,014	1,294	2,222	3,047	3,358
invested capital (Bt m)	12,780	12,247	14,087	15,043	13,966

Sources: Company data, Thanachart estimates