

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 24.00

(From: Bt 22.00)

8 JULY 2021

Upside : 14.8%

Thai Union Group Pcl (TU TB)

แข็งแกร่งอย่างมากใน 2Q21F

ผลการดำเนินงาน 2Q21F ของ TU น่าจะออกมาแข็งแกร่งกว่าคาด โดยเพิ่มขึ้น 22% y-y และ 6% q-q ปัจจัยบวกมาจากทั้งรายได้และอัตรากำไร เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้น 5% ต่อปี ในปี 2021-23F คงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 24 บาท



PATTADOL BUNNAK

662 – 483 8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

แข็งแกร่งใน 2Q21F

เราคาดว่า TU จะรายงานกำไร 2Q21F ที่ 1.8 พันลบ., +22% y-y และ +6% q-q ซึ่งน่าจะดีกว่าที่เราและตลาดคาด 16% ซึ่งถือว่าแข็งแกร่งเนื่องจากฐานกำไรที่สูงใน 2Q20 จากความต้องการผลิตภัณฑ์ทูน่ากระป๋องที่เพิ่มขึ้นในช่วงล็อกดาวน์ ปัจจัยที่เหนือคาดใน 2Q21F น่าจะเป็น 1) ยอดขายอาหารแช่แข็งที่เติบโต 13% y-y จากการกลับมาเปิดประเทศของสหรัฐฯ 2) ส่วนแบ่งกำไรที่เป็นบวกกว่าที่คาดของ Red Lobster จากการกลับมาเปิด 3) ยอดขายอาหารสัตว์ที่เพิ่มขึ้น 18% y-y จากการมีส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้น 4) ราคาวัตถุดิบทูน่าที่เพิ่มขึ้นน้อยกว่าคาดที่ 4% y-y และ 5) ค่าเงินบาทที่อ่อนค่าลง

ปรับเพิ่มประมาณการกำไร

เราปรับประมาณการกำไรขึ้น 5-6% ต่อปี ในปี 2021-23F และปรับราคาเป้าหมายปี 2022F เป็น 24.0 บาท (จาก 22.0 บาท) เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" TU เนื่องจากเราคาดว่ารูปแบบกำไรมีความผันผวนน้อยลงจากการมุ่งเน้นการทำให้กำไรและความชัดเจนของกำไรที่มากขึ้นจากแผนการลดต้นทุน เราคาดว่ากำไรจะเติบโต 6-16% ในปี 2021-23F โดยปัจจัยหลักผลักดันมาจากการประหยัดต้นทุน มีกำไรจากธุรกิจอาหารสัตว์ที่มีอัตรากำไรสูงเพิ่มขึ้น และการขยายผลิตภัณฑ์มูลค่าเพิ่ม TU ตั้งเป้าประหยัดค่าใช้จ่ายกว่า 3 พันลบ. ใน 5 ปี และเพิ่มสัดส่วนผลิตภัณฑ์มูลค่าเพิ่มเป็น 10% ของฐานยอดขายรวมที่มีอยู่ บริษัทฯ คาดว่าอัตรากำไรสุทธิจะเพิ่มขึ้นเป็น 7.0% ในปี 2025 จาก 4.7% ในปี 2020 ซึ่งหมายถึงกำไร 11 พันลบ. ในปี 2025 เทียบกับคาดการณ์ของเราที่ 9.7 พันลบ. หรือมีกำไรเติบโตเฉลี่ย 5 ปีที่ 9% นอกจากนี้ TU ยังไม่แพงที่ 12 เท่า PE ในปี 2022F (เฉลี่ยอยู่ที่ 17 เท่า ตั้งแต่ ค.ศ. 2014)

ธุรกิจอาหารสัตว์มีแนวโน้มแข็งแกร่ง

TU คาดว่าธุรกิจอาหารสัตว์ที่มีอัตรากำไรสูงจะมีรายได้เติบโตมากกว่า 10% ต่อปี ในปี 2021-23F เทียบกับ 1-2% ของธุรกิจผลิตภัณฑ์อาหารทะเลแปรรูป และอาหารแช่แข็งที่อืดตัว TU เชื่อว่าบริษัทฯ ได้รับส่วนแบ่งตลาดในตลาดที่กำลังเติบโต หลังจากยอดขายอาหารสัตว์เติบโต 20% y-y ใน 1H21F TU ยังคงมีคำสั่งซื้อที่แข็งแกร่งสำหรับ 2H21F ด้วยการเติบโตมาจากทั้ง SKU ใหม่ และผลิตภัณฑ์ปัจจุบันจากทั้งลูกค้าเดิมและลูกค้าใหม่ อีกทั้ง TU ยังมีความได้เปรียบด้านต้นทุนจากการจัดหาปลาทูน่าจำนวนมากสำหรับธุรกิจหลักอีกด้วย เราคาดว่าธุรกิจอาหารสัตว์คิดเป็น 25% ของกำไรในปี 2023F เทียบกับ 18% ในปี 2020

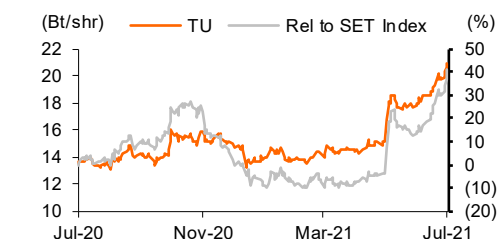
Red Lobster ดีกว่าคาด

Red Lobster (RL) เป็นปัจจัยหลักกดดันกำไรสำหรับ TU ในปี 2020 ด้วยมีส่วนแบ่งขาดทุนสุทธิ US\$15m หรือ 456 ลบ. (สุทธิจากปันผลบริษัทย่อยและค่าใช้จ่ายอื่น) เนื่องจากการกลับมาเปิดประเทศของสหรัฐฯ เราจึงคาดว่า RL จะสร้างกำไรให้ TU ราว 90 ลบ. ใน 2Q21F แม้ว่าตัวเลขนี้จะต่ำกว่าใน 1Q21 ที่ 271 ลบ. เนื่องจากค่าจ้างที่เพิ่มขึ้น และค่าใช้จ่ายในการขยายอื่นๆ แต่สูงกว่าที่เราคาดไว้ก่อนหน้านี้ที่คาดว่าจะมีผลขาดทุน 40 ลบ. เราคาดว่าความต้องการเป็นปกติมากขึ้นหลังจากการกลับมาเปิดประเทศในช่วงครึ่งแรกของปี และประเมินกำไรทั้งปีที่ 192 ลบ. (Exhibit 8) ในปีนี้

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	132,402	133,729	140,626	147,549
Net profit	6,246	6,882	7,993	8,832
Consensus NP	—	6,521	6,759	7,191
Diff frm cons (%)	—	5.5	18.2	22.8
Norm profit	6,501	6,882	7,993	8,832
Prev. Norm profit	—	6,535	7,560	8,376
Chg frm prev (%)	—	5.3	5.7	5.4
Norm EPS (Bt)	1.4	1.4	1.7	1.9
Norm EPS grw (%)	39.1	5.9	16.1	10.5
Norm PE (x)	15.3	14.5	12.5	11.3
EV/EBITDA (x)	12.6	13.2	12.1	11.4
P/BV (x)	2.2	2.0	1.9	1.8
Div yield (%)	3.4	4.1	4.7	5.3
ROE (%)	12.9	12.8	14.0	14.5
Net D/E (%)	91.4	87.1	77.8	68.7

PRICE PERFORMANCE



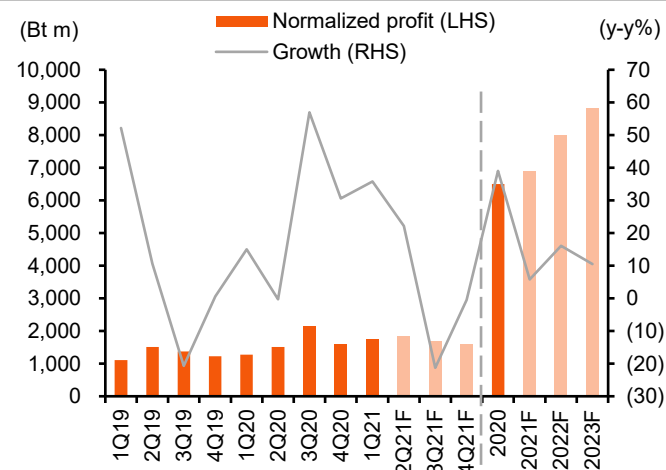
COMPANY INFORMATION

Price as of 8-Jul-21 (Bt)	20.90
Market Cap (US\$ m)	3,070.3
Listed Shares (m shares)	4,771.8
Free Float (%)	60.6
Avg Daily Turnover (US\$ m)	18.7
12M Price H/L (Bt)	20.90/13.10
Sector	FOOD
Major Shareholder	Chansiri family 16.9%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

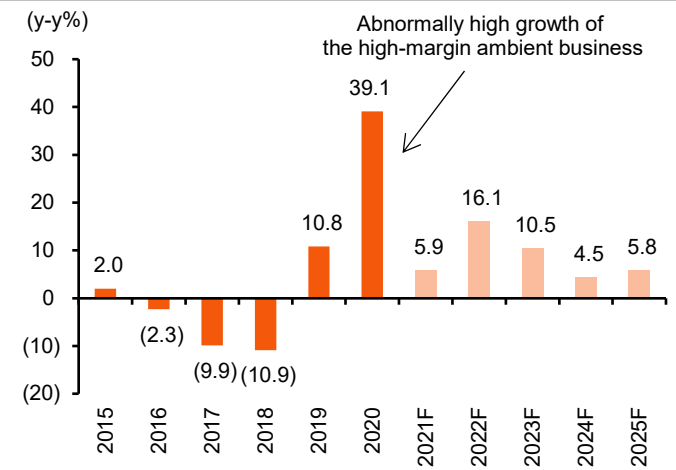
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Quarterly Earnings Momentum



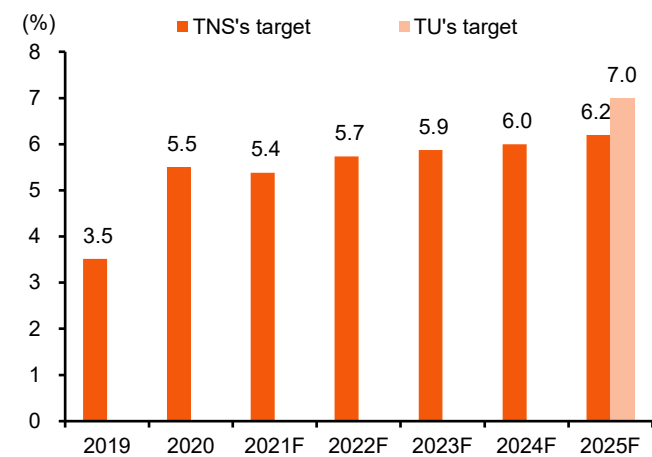
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: We Expect Less Earnings Fluctuation



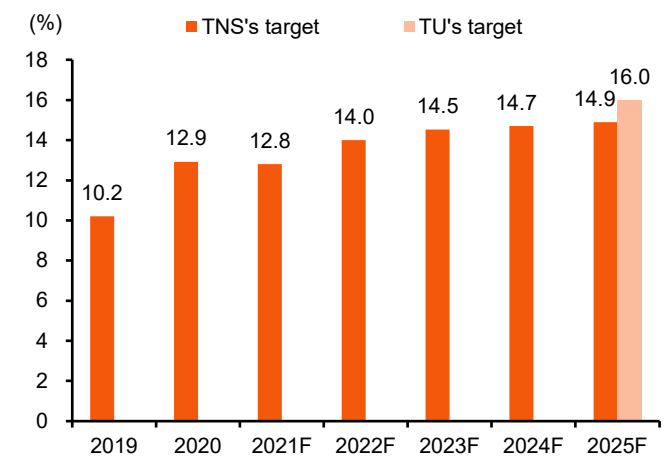
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Net Margin Trend

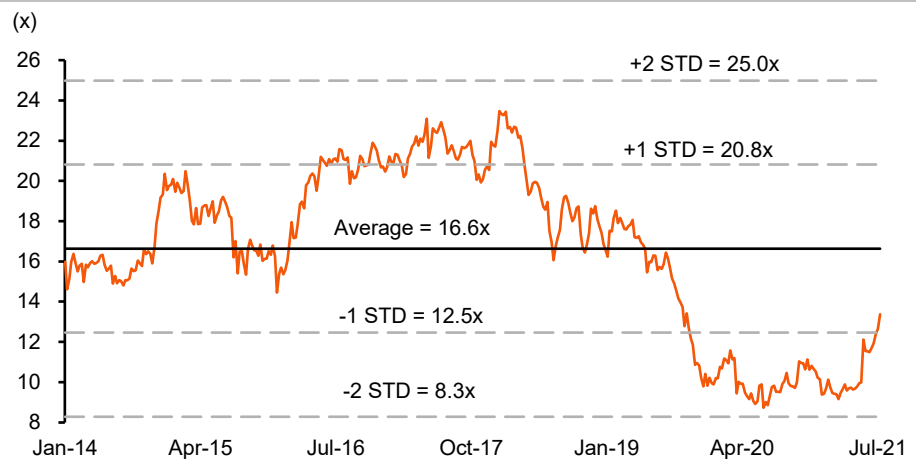


Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Implied ROE



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Average PE

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 6: Pet-Food A Main Driver...

(%)	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Pet food	3	1	2	8	15	9	7	6	6
Ambient	2	0	(11)	14*	(12)	2	2	2	2
Frozen food	(2)	(3)	(1)	(5)	11	2	2	2	2

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: *People abnormally consumed canned food amid the Covid-19 period

Ex 7: ..And Offer Higher Margin

(%)	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Pet food	19	20	24	27	28	29	30
Ambient	15	17	19	21*	19	19	19
Frozen food	9	9	10	10	10	11	11
TU average gross margin	14.3	14.2	15.9	17.7*	17.7	17.9	18.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: *: High margin due to abnormal high volume of canned food sold

Ex 8: Red Lobster An Upswing Factor

(Bt m)	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Equity income	(196)	(128)	(142)	(1,188)	(799)	(350)	(100)	50
Preferred dividend	1,015	1,008	992	991	1,167	1,050	1,000	1,000
Other expenses	(59)	(426)	(431)	(259)	(176)	(176)	(176)	(176)
Total profits (loss)	760	454	419	(456)	192	524	724	874

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Assumption Revision

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Sales (Bt m)					
New	126,275	132,402	133,729	140,626	147,549
Old			133,009	139,726	146,575
Change (%)			0.5	0.6	0.7
Gross margin (%)					
New	15.9	17.7	17.7	17.9	18.0
Old			17.3	17.4	17.6
Change (pp)			0.4	0.5	0.4
SG&A to sales (%)					
New	11.8	11.6	11.7	11.6	11.7
Old			11.5	11.4	11.6
Change (pp)			0.3	0.2	0.1
Normalized profits (Bt m)					
New	4,675	6,501	6,882	7,993	8,832
Old			6,535	7,560	8,376
Change (%)			5.3	5.7	5.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Our 12-month DCF-based TP, Using a Base Year of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal value
EBITDA	12,225	12,721	12,905	13,404	13,682	13,946	14,095	14,217	14,313	15,034	15,384	—
Free cash flow	5,722	7,154	8,569	8,995	9,244	9,554	9,747	9,855	9,938	10,649	10,990	216,739
PV of free cash flow	6,315	6,315	7,105	7,007	6,651	6,435	6,146	5,818	5,493	5,511	5,128	101,128
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.7											
WACC (%)	6.4											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	168,443											
Net debt (2021F)	51,494											
Minority interest	3,817											
Equity value	113,132											
# of shares (m)	4,772											
Target price/share (Bt)	24											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 11: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	—EPS growth—		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Austevoll Seafood	AUSS NO	Norway	277.6	25.5	11.8	9.4	1.7	1.3	7.2	6.1	3.4	4.1
Leroy Seafood Group	LSG NO	Norway	198.0	35.2	19.7	14.6	2.5	2.3	11.6	9.4	3.0	3.8
Mowi	MOWI NO	Norway	286.5	38.1	25.3	18.3	3.6	3.4	13.6	11.2	2.0	3.8
ConAgra Foods	CAG US	USA	53.0	0.2	13.7	13.7	2.1	1.9	11.1	11.5	2.8	3.0
Danone	DANOY US	USA	na	8.9	21.9	20.1	2.8	2.6	12.3	11.7	2.8	2.9
Nestle	NSRGY US	USA	na	7.5	28.3	26.4	7.9	8.1	19.0	18.1	2.3	2.4
Tyson Foods	TSN US	USA	1.6	7.8	12.2	11.4	1.6	1.5	8.1	7.8	2.5	2.7
Average			163.4	17.6	19.0	16.3	3.2	3.0	11.8	10.8	2.7	3.2
Feed Mills												
Japfa Comfeed	JPFA IJ	Indonesia	130.3	8.1	9.1	8.4	1.5	1.4	5.8	5.4	1.8	4.5
Charoen Pok Indo	CPIN IJ	Indonesia	17.3	11.3	23.3	21.0	4.0	3.6	14.7	13.7	1.5	1.9
Universal Robina	URC PM	Philippines	15.2	9.5	25.3	23.2	3.1	2.9	14.2	13.2	2.2	2.4
Average			54.3	9.6	19.3	17.5	2.9	2.6	11.6	10.8	1.8	2.9
Thailand												
CP Food*	CPF TB	Thailand	12.0	13.6	9.4	8.3	1.1	1.0	8.0	7.6	3.7	4.2
GFPT Pcl*	GFPT TB	Thailand	5.5	0.7	11.6	11.5	0.9	0.8	6.5	6.1	1.7	2.6
Thai Union Group*	TU TB	Thailand	5.9	16.1	14.5	12.5	2.0	1.9	13.2	12.1	4.1	4.7
Average			7.8	10.1	11.8	10.8	1.3	1.2	9.2	8.6	3.2	3.8
Average – All			91.2	14.0	17.4	15.3	2.7	2.5	11.2	10.3	2.6	3.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 8-Jul-2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ไทยยูเนี่ยน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ก่อตั้งเมื่อปี 1988 ปัจจุบันเป็นผู้นำอาหารทะเลแปรรูปและผู้ส่งออกรายใหญ่ที่สุดของโลก โดยมีแรงงานราว 26,000 คน ผลิตภัณ์หลักของบริษัทฯ ได้แก่ พู่นำกระป๋อง เนื้อปลาทูน่าสุกแช่แข็ง กุ้งแช่แข็ง อาหารทะเลแช่แข็งและกระป๋อง แซลม่อนแช่แข็ง ชาร์ดิน และปลาทูน่าแช่แข็ง ปลาหมึกแช่แข็ง อาหารสัตว์ อาหารปลา และอาหารกุ้ง และ TU มีสัดส่วนเป็นเจ้าของ Red Lobster ที่ 25%

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

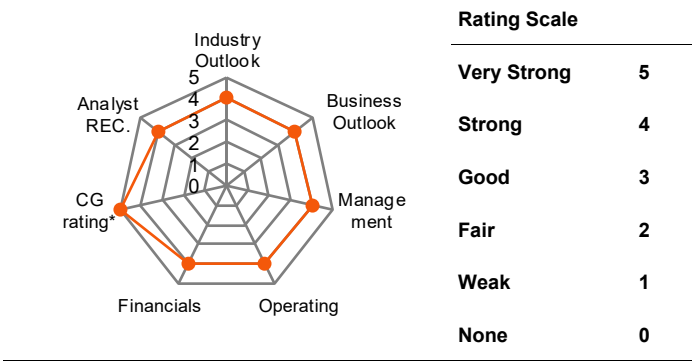
S — Strength

- ธุรกิจที่ครบวงจร
- มีการประหยัดจากขนาด
- ทำธุรกิจในหลายตลาด
- มีการบริหารจัดการที่แข็งแกร่ง

O — Opportunity

- ขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศและการเข้าซื้อกิจการ
- ขยายสายการผลิตใหม่ไปยังผลิตภัณฑ์ประเภทอื่นๆ
- เจาะเข้าไปยังกลุ่ม Food Service

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG rating

W — Weakness

- มีความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนสูง
- ความผันผวนของราคาวัตถุดิบ
- ธุรกิจใช้แรงงานคนสูง

T — Threat

- เงินบาทที่แข็งค่า
- การเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของราคาน้ำมันและทูน่า
- เปลี่ยนแปลงหลักเกณฑ์ต่างๆ
- การเกิดโรคระบาดอย่างรุนแรง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	19.47	24.00	23%
Net profit 21F (Bt m)	6,521	6,882	6%
Net profit 22F (Bt m)	6,759	7,993	18%
Consensus REC	BUY: 16	HOLD: 6	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2021F ของเราสูงกว่าตลาด 6% เนื่องจากเรารวมธุรกิจอาหารทะเลแช่แข็งที่ดีขึ้น
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด 23% เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นในระยะยาว เนื่องจากการประหยัดต้นทุน และธุรกิจใหม่ที่ให้อัตรากำไรสูง

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- สภาพอากาศที่ไม่เอื้ออำนวยสามารถส่งผลกระทบต่อแหล่งวัตถุดิบและราคาวัตถุดิบ
- หากเงินบาทแข็งค่ามากกว่าที่เราคาด จะทำให้เกิด downside risk ต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	126,275	132,402	133,729	140,626	147,549
Cost of sales	106,165	108,985	110,036	115,463	120,989
Gross profit	20,110	23,418	23,693	25,163	26,559
% gross margin	15.9%	17.7%	17.7%	17.9%	18.0%
Selling & administration expenses	14,864	15,413	15,686	16,326	17,262
Operating profit	5,247	8,004	8,007	8,838	9,297
% operating margin	4.2%	6.0%	6.0%	6.3%	6.3%
Depreciation & amortization	3,691	3,955	3,416	3,490	3,529
EBITDA	8,937	11,960	11,423	12,327	12,826
% EBITDA margin	7.1%	9.0%	8.5%	8.8%	8.7%
Non-operating income	1,777	1,766	1,753	1,800	1,888
Non-operating expenses	(374)	(46)	(46)	(46)	(46)
Interest expense	(2,056)	(1,724)	(1,761)	(1,678)	(1,566)
Pre-tax profit	4,593	7,999	7,953	8,913	9,573
Income tax	158	708	756	847	909
After-tax profit	4,435	7,292	7,197	8,066	8,663
% net margin	3.5%	5.5%	5.4%	5.7%	5.9%
Shares in affiliates' Earnings	591	(527)	(50)	206	461
Minority interests	(352)	(263)	(266)	(279)	(293)
Extraordinary items	(859)	(255)	0	0	0
NET PROFIT	3,816	6,246	6,882	7,993	8,832
Normalized profit	4,675	6,501	6,882	7,993	8,832
EPS (Bt)	0.8	1.3	1.4	1.7	1.9
Normalized EPS (Bt)	1.0	1.4	1.4	1.7	1.9

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	59,547	60,465	55,706	58,440	61,211
Cash & cash equivalent	4,689	6,286	1,000	1,000	1,000
Account receivables	14,869	13,320	13,453	14,147	14,843
Inventories	36,873	38,546	38,918	40,837	42,792
Others	3,115	2,312	2,335	2,455	2,576
Investments & loans	21,785	21,747	21,747	21,747	21,747
Net fixed assets	25,910	26,691	29,471	30,184	29,860
Other assets	34,667	35,672	35,776	35,724	35,669
Total assets	141,909	144,575	142,701	146,094	148,487
LIABILITIES:					
Current liabilities:	35,808	44,013	41,018	41,736	41,478
Account payables	19,323	19,068	19,251	20,201	21,168
Bank overdraft & ST loans	11,277	13,465	12,354	11,772	11,089
Current LT debt	3,616	7,674	7,041	6,709	6,320
Others current liabilities	1,591	3,806	2,371	3,055	2,902
Total LT debt	43,662	36,075	33,099	31,537	29,708
Others LT liabilities	10,644	8,751	9,458	9,821	10,184
Total liabilities	90,114	88,838	83,575	83,095	81,370
Minority interest	3,372	3,551	3,817	4,096	4,389
Preferreds shares	5,950	5,950	5,950	5,950	5,950
Paid-up capital	1,193	1,193	1,193	1,193	1,193
Share premium	19,948	19,948	19,948	19,948	19,948
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(10,175)	(8,290)	(8,290)	(8,290)	(8,290)
Retained earnings	31,507	33,384	36,508	40,103	43,927
Shareholders' equity	48,423	52,185	55,309	58,903	62,728
Liabilities & equity	141,909	144,575	142,701	146,094	148,487

Sources: Company data, Thanachart estimates

Contributions from less-fluctuating businesses stabilize TU's growth

Strong balance sheet, based on our estimates

CASH FLOW STATEMENT

Annual capex for
maintenance purposes

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	4,593	7,999	7,953	8,913	9,573
Tax paid	(48)	(863)	(660)	(870)	(861)
Depreciation & amortization	3,691	3,955	3,416	3,490	3,529
Chg In working capital	2,244	(379)	(321)	(1,664)	(1,684)
Chg In other CA & CL / minorities	749	2,475	(1,603)	792	140
Cash flow from operations	11,229	13,187	8,785	10,661	10,696
Capex	(2,374)	(3,874)	(6,000)	(4,000)	(3,000)
Right of use	(1,969)	(295)	(200)	(50)	(50)
ST loans & investments	38	124	0	0	0
LT loans & investments	(10,652)	39	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	10,858	(3,848)	607	264	263
Cash flow from investments	(4,098)	(7,855)	(5,593)	(3,786)	(2,787)
Debt financing	(5,401)	(1,251)	(4,720)	(2,476)	(2,901)
Capital increase	5,950	0	(0)	0	0
Dividends paid	(1,909)	(2,539)	(3,758)	(4,398)	(5,007)
Warrants & other surplus	(2,667)	55	0	0	0
Cash flow from financing	(4,027)	(3,735)	(8,478)	(6,875)	(7,909)
Free cash flow	8,855	9,314	2,785	6,661	7,696

VALUATION

Valuation not excessive at
13x in 2021F for a global-
scale food firm, in our view

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	21.3	15.3	14.5	12.5	11.3
Normalized PE - at target price (x)	24.5	17.6	16.6	14.3	13.0
PE (x)	26.1	16.0	14.5	12.5	11.3
PE - at target price (x)	30.0	18.3	16.6	14.3	13.0
EV/EBITDA (x)	17.2	12.6	13.2	12.1	11.4
EV/EBITDA - at target price (x)	18.8	13.8	14.5	13.3	12.5
P/BV (x)	2.3	2.2	2.0	1.9	1.8
P/BV - at target price (x)	2.7	2.5	2.3	2.2	2.0
P/CFO (x)	8.9	7.6	11.4	9.4	9.3
Price/sales (x)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
Dividend yield (%)	2.2	3.4	4.1	4.7	5.3
FCF Yield (%)	8.9	9.3	2.8	6.7	7.7
(Bt)					
Normalized EPS	1.0	1.4	1.4	1.7	1.9
EPS	0.8	1.3	1.4	1.7	1.9
DPS	0.5	0.7	0.9	1.0	1.1
BV/share	8.9	9.7	10.3	11.1	11.9
CFO/share	2.4	2.8	1.8	2.2	2.2
FCF/share	1.9	2.0	0.6	1.4	1.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

Stable dividend policy

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(5.3)	4.9	1.0	5.2	4.9
Net profit (%)	17.2	63.7	10.2	16.1	10.5
EPS (%)	17.2	63.7	10.2	16.1	10.5
Normalized profit (%)	10.8	39.1	5.9	16.1	10.5
Normalized EPS (%)	10.8	39.1	5.9	16.1	10.5
Dividend payout ratio (%)	58.8	55.0	59.3	59.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	15.9	17.7	17.7	17.9	18.0
Operating margin (%)	4.2	6.0	6.0	6.3	6.3
EBITDA margin (%)	7.1	9.0	8.5	8.8	8.7
Net margin (%)	3.5	5.5	5.4	5.7	5.9
D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
Net D/E (incl. minor) (x)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
Interest coverage - EBIT (x)	2.6	4.6	4.5	5.3	5.9
Interest coverage - EBITDA (x)	4.3	6.9	6.5	7.3	8.2
ROA - using norm profit (%)	3.3	4.5	4.8	5.5	6.0
ROE - using norm profit (%)	10.2	12.9	12.8	14.0	14.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	9.7	14.5	13.4	14.1	14.2
- asset turnover (x)	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
- operating margin (%)	5.3	7.3	7.3	7.5	7.5
- leverage (x)	3.1	2.8	2.7	2.5	2.4
- interest burden (%)	69.1	82.3	81.9	84.2	85.9
- tax burden (%)	96.6	91.2	90.5	90.5	90.5
WACC (%)	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
ROIC (%)	4.8	7.1	7.0	7.5	7.8
NOPAT (Bt m)	5,066	7,296	7,246	7,998	8,414
invested capital (Bt m)	102,289	103,113	106,803	107,921	108,844

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. 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 the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 78 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2107A , ADVA16C2110A , AEON16C2108A , AOT16C2109A , BAM16C2107A , BAM16C2110A , BANP16C2107A , BANP16C2109A , BANP16C2110A , BCH16C2109A , BDMS16C2107A , BDMS16C2109A , BGRI16C2110A , BH16C2109A , CBG16C2108A , CBG16C2109A , CBG16C2109B , COM716C2107A , COM716C2110A , CPAL16C2109A , CPF16C2107A , CPF16C2108A , CPN16C2109A , DELT16C2108A , DELT16C2109A , EA16C2107A , EA16C2108A , EA16C2110A , EGCO16C2110A , EPG16C2109A , GPSC16C2109A , GPSC16C2110A , GULF16C2107A , GUNK16C2108A , GUNK16C2110A , HANA16C2107A , IRPC16C2108A , IRPC16C2110A , IVL16C2107A , IVL16C2109A , IVL16C2110A , JMT16C2110A , KBAN16C2107A , KBAN16C2108A , KBAN16C2109A , KCE16C2109A , KCE16C2110A , KTC16C2110A , KTC16C2110B , MINT16C2107A , MINT16C2109A , MTC16C2108A , MTC16C2109A , OR16C2107A , OR16C2108A , OR16C2109A , PRM16C2109A , PTG16C2107A , PTG16C2109A , PTT16C2109A , PTTG16C2108A , PTTG16C2110A , RBF16C2110A , RS16C2108A , RS16C2109A , S5016C2109A , S5016C2109B , S5016P2109A , S5016P2109B , SAWA16C2107A , SCGP16C2107A , SCGP16C2109A , STA16C2107A , STEC16C2110A , TASC16C2107A , TASC16C2109A , TQM16C2108A , TU16C2110A (underlying securities are ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BCH, BDMS, BGRIM, BH, CBG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, EA, EGCO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTGC, RBF, RS, SET50, SAWAD, SCGP, STA, STEC, TASC, TQ, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททุนธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททุนธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกันใต้แม่ นายสมเจตน์ หม่อศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกันใต้แม่ นางอศวีณี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทย่อยไม่มีหลักประกัน ไม่มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิปเมนต์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิปเมนต์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทย่อยไม่มีหลักประกัน ไม่มีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของ บริษัท สานอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สานอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย พิมพ์ผกา นิजारุณ, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	พลังงาน , ปิโตรเคมี, กระดาษ จักร เรืองสินภิญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ พัทธดนย์ บุญนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ตียะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน สรัชดา ศรีทรง Tel: 662-779-9106 sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ Tel: 662-779-9112 saksid.pha@thanachartsec.co.th	Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย Tel: 662-779-9113 siriporn.aru@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพย์มณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุลชล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัตร Tel: 662-779-9117 sunet.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สดภาพร Tel: 662-779-9198 sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.
Research Team
19 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th