

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 64.00

(From: Bt 58.00)

13 OCTOBER 2021

Upside : 15.3%

Central Pattana Pcl (CPN TB)

วิถีชีวิตของคนไทย

ศูนย์การค้าดูเหมือนจะยังคงเป็นวิถีชีวิตของคนไทยควบคู่ไปกับตลาดอีคอมเมิร์ซที่เติบโตอย่างรวดเร็ว โดยผู้มาใช้บริการฟื้นตัวอย่างรวดเร็วหลังคลายล็อกดาวน์เสมอ เราปรับประมาณการกำไรของ CPN ขึ้น 10% ต่อปี ในปี 2021-23F คงคำแนะนำ "ซื้อ" ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 64 บาท



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มประมาณการ

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรของ CPN ขึ้น 10% ต่อปี ในปี 2021-32F เพื่อสะท้อน 1) การฟื้นตัวของจำนวนผู้มาใช้บริการศูนย์การค้าที่เร็วกว่าที่คาด ซึ่งจะทำให้ส่วนลดค่าเช่าแก่ผู้เช่าลดลงเร็วขึ้น และ 2) ส่วนแบ่งกำไรจากสยามพวเวอร์ติเวลล์ออปเมนท์ (SF) ปัจจุบันเราคาดว่าส่วนลดค่าเช่าจะหายไปภายในกลางปี 2023F (Exhibit 1) เทียบกับที่คาดไว้เดิมในสิ้นปี 2023F ซึ่งเป็นผลให้ราคาเป้าหมายปี 2022F ของเราเพิ่มขึ้นเป็น 64 บาท (จาก 58 บาท) เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" CPN จากการฟื้นตัวหลังวิกฤตโควิด โดยคาดว่า EPS จะเติบโต 163/44/26% ในปี 2022-24F และคาดว่าจะกำไรจะกลับคืนสู่ระดับปี 2019 ในปี 2023F CPN ซื้อขายที่ PE (กำไรสุทธิ) ไม่แพงที่ 29.1 เท่า/21.5 เท่า ในปี 2022-23F เทียบกับ 30 เท่า PE ในปี 2015-19

วิถีชีวิตของคนไทย

เราเชื่อว่าศูนย์การค้าเป็นวิถีชีวิตของคนไทย ส่วนหนึ่งอาจเป็นเพราะเป็นประเทศร้อนและเป็นค่านิยมของครอบครัว (Family Values) ผู้มาใช้บริการในศูนย์การค้าฟื้นกลับมาอย่างรวดเร็วและแข็งแกร่งหลังคลายล็อกดาวน์ จำนวนผู้มาใช้บริการในเดือนแรกหลังคลายล็อกดาวน์ในเดือนก.ย. 2021 เพิ่มขึ้นเป็น 50-70% ของระดับปี 2019 เทียบกับ 10-20% ในเดือนก.ค.และส.ค. เราคาดว่าจะอยู่ที่ 70-80% ในช่วงไฮซีซั่นใน 4Q21F และน่าจะอยู่ในระดับนี้ต่อเนื่องในปี 2022F เราคาดว่าจำนวนผู้มาใช้บริการจะกลับมาปกติในปี 2023F เมื่อการท่องเที่ยวเริ่มกลับมา CPN ไม่ได้ทำธุรกิจห้างสรรพสินค้าที่มีความเสี่ยงจากอีคอมเมิร์ซ แต่ทำศูนย์การค้าที่สามารถปรับสัดส่วนผู้เช่าให้เป็นสินค้าและบริการที่ตรงกับไลฟ์สไตล์สมัยใหม่

เข้าซื้อ SF

เราไม่ตื่นเต้นกับแผนการเข้าซื้อกิจการ SF ของ CPN เนื่องจาก valuation ที่สูง ตามมาตรฐานการบัญชีของ CPN และที่ราคาเข้าซื้อกิจการของ SF ที่ 12 บาท เราคาดว่าค่าการเข้าซื้อกิจการคิดเป็น PE ที่ 42 เท่า บนกำไรปกติของ SF ในปี 2023F ซึ่งเราคาดว่า SF จะสร้างกำไรให้ 616 ลบ. หรือ 5% ของกำไรของ CPN บริษัท ถือหุ้น 56% ใน SF ณ วันที่ 30 ส.ค. 2021 และระยะเวลาการชำระหนี้สำหรับหุ้นที่เหลือ 44% จะสิ้นสุดในวันที่ 18 ต.ค. ในประมาณการของเรา เราสมมติให้ CPN ถือหุ้น SF ในสัดส่วน 100% คูณทรัพย์สินของ SF ใน Exhibit 8

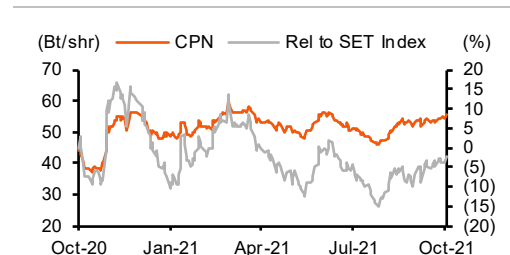
แผนขยายธุรกิจ

เนื่องจากอัตราการกลายเป็นเมืองของประเทศไทยยังอยู่ที่เพียง 52% จึงมีโอกาสด้าน CPN ขยายตัวได้อีก เราคาดว่าจะมีศูนย์การค้าใหม่ 10 แห่ง (ประกาศแล้ว 4 แห่ง ในจ.อยุธยา ศรีราชา จันทบุรี ดุสิตเซ็นทรัลพาร์ค) ภายในปี 2025F ปัจจุบัน CPN มีศูนย์การค้า 33 แห่ง ในประเทศไทย และ 1 แห่ง ในมาเลเซีย เราคาดว่า 10 โครงการใหม่จะทำให้มีพื้นที่ให้เช่าเพิ่มขึ้น 27% จากปัจจุบันที่ 1.56 ล้านตรม. สำหรับ SF มีพื้นที่เช่าทั้งหมด 332,254 ตร.ม. โดย 30% อยู่ในเมกาบางนา ซึ่งมี IKEA และ 70% ใน 18 คอมมูนิตีโมดลล์

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	26,730	24,814	32,303	38,927
Net profit	9,557	7,497	8,569	11,603
Consensus NP	—	8,181	9,719	11,533
Diff frm cons (%)	—	(8.4)	(11.8)	0.6
Norm profit	5,258	2,637	6,938	9,971
Prev. Norm profit	—	2,906	6,613	9,026
Chg frm prev (%)	—	(9.3)	4.9	10.5
Norm EPS (Bt)	1.2	0.6	1.5	2.2
Norm EPS grw (%)	(54.3)	(49.9)	163.1	43.7
Norm PE (x)	47.4	94.5	35.9	25.0
EV/EBITDA (x)	19.9	23.2	16.2	13.5
P/BV (x)	3.6	3.4	3.1	2.9
Div yield (%)	1.3	0.9	1.4	1.9
ROE (%)	7.5	3.7	9.1	12.0
Net D/E (%)	47.1	42.8	45.6	54.9

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

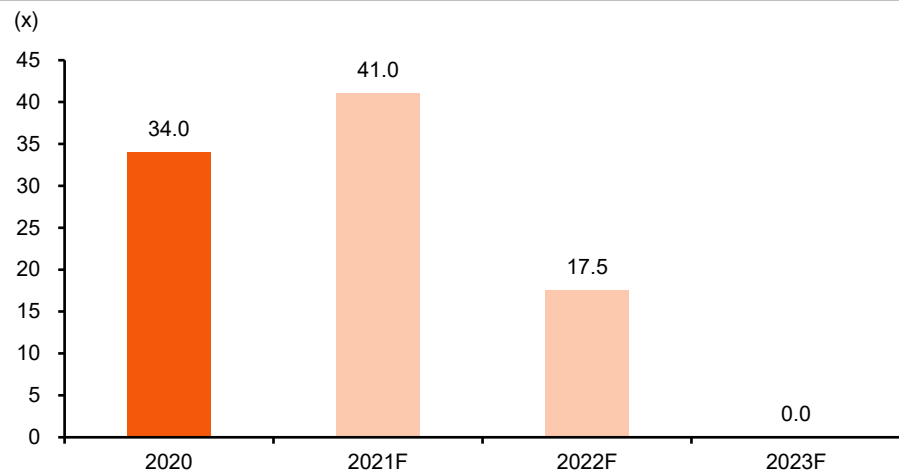
Price as of 12-Oct-21 (Bt)	55.50
Market Cap (US\$ m)	7,448.7
Listed Shares (m shares)	4,488.0
Free Float (%)	62.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	15.4
12M Price H/L (Bt)	60.00/37.25
Sector	PROP
Major Shareholder	Chirathivat family 36.85%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: Rent Discount Assumptions

Sources: Company data, Thanachart estimates

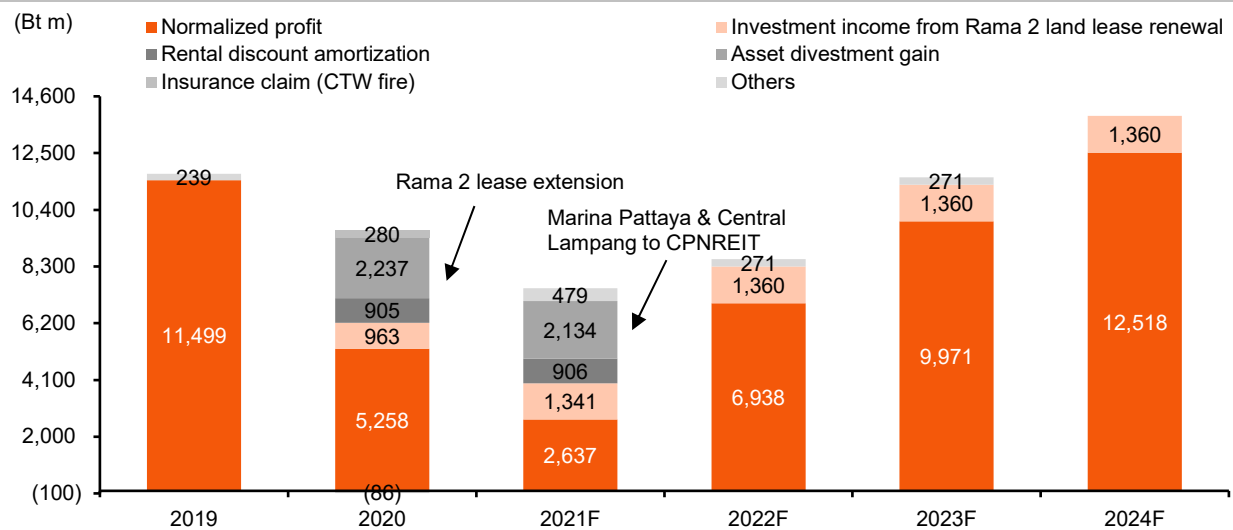
Ex 2: Key Assumption Changes

	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
SS rental revenue growth (%)												
New	(11)	40	22	10	2	2	2	2	2	2	2	2
Old	(12)	38	19	10	2	2	2	2	2	2	2	2
SF's net contribution (Bt m)												
Interest expense	134	491	491	491	491	491	491	491	491	491	491	491
Recurring profit (cost method)	54	398	616	628	641	654	667	680	694	708	722	736
Normalized profit (Bt m)												
New	2,637	6,938	9,971	12,518	12,692	14,413	15,377	16,476	17,434	18,862	20,455	22,124
Old	2,906	6,613	9,026	11,258	11,896	12,717	13,584	14,503	15,355	16,627	18,083	19,626
Change (%)	(9.3)	4.9	10.5	11.2	6.7	13.3	13.2	13.6	13.5	13.4	13.1	12.7
Net profit (Bt m)												
New	7,497	8,569	11,603	13,878	13,372	14,413	15,377	16,476	17,434	18,862	20,455	22,124
Old	6,757	8,271	10,684	12,644	12,589	12,717	13,584	14,503	15,355	16,627	18,083	19,626
Change (%)	11.0	3.6	8.6	9.8	6.2	13.3	13.2	13.6	13.5	13.4	13.1	12.7

Source: Thanachart estimates

Note: The difference in normalized and net profit is shown in Exhibit 3

Ex 3: Net Profit Estimates



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Our Sum-of-the-parts Valuation

SOTP valuation			(Bt m)
Risk-free rate (Rf) (%)	2.5	Total present value of FCF	298,515
Market risk premium (Rm-Rf) (%)	8.0	Less: net debt	35,066
Beta	0.80	Less: minority interest	8,414
Cost of equity (Ke) (%)	8.9	Equity value	255,034
After-tax cost of debt (Kd) (%)	2.0	No of shares (end-2021F) (m)	4,488
Debt to total assets (%)	22.0	Equity value/share (Bt/share)	56.83
WACC (%)	7.4	plus Value of CPNREIT (25.8%-owned) (Bt/CPN share)	3.13
		Value of CPNCG (25%-owned) (Bt/CPN share)	0.29
		Value of six land plots (Bt/CPN share)	3.76
CPN's SOTP-based target price (Bt/share)			64.00

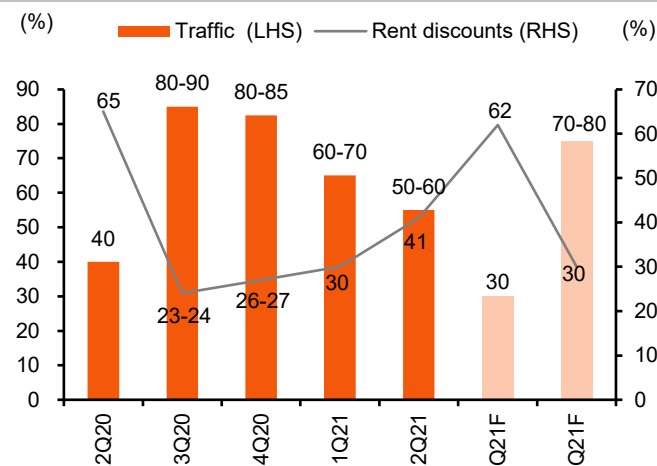
Source: Thanachart estimates

Ex 5: Land Banks And Estimated Values

Land plots	Area (rai)	Price/Sqw (Bt)	Estimated value (Bt m)	% owned	Bt/CPN share
Rama 9	23	300,000	2,760	67.53	0.42
Kampangpetch Road	35	40,000	560	67.53	0.08
Phaholyothin	48	800,000	15,360	83.80	2.87
Don Muang	85	40,000	1,360	67.53	0.20
Mega Bangyai	50	50,000	1,000	49.00	0.11
Mega Rangsit	250	7,000	700	49.00	0.08
Total	491		21,740		3.76

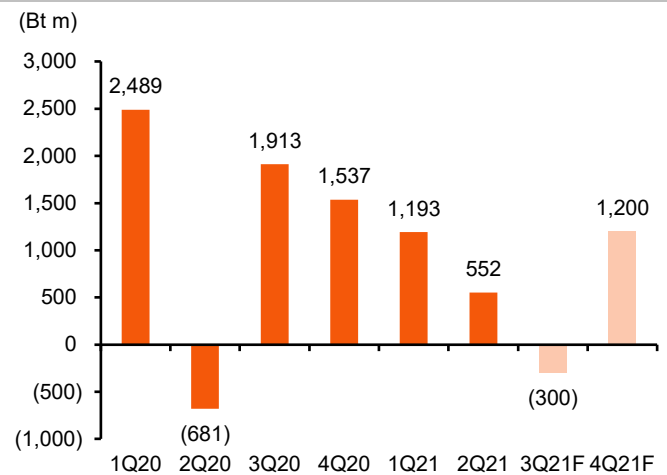
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Traffic Vs. Rent Discounts



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Quarterly Normalized Profit



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: SF's Assets

Shopping center	No of malls	GLA (sqm)	Project
Neighborhood center	8	50,502	1. Market Place Bangbon 2. Market Place Pracha Utit 3. Market Place Sukhaphiban 3 4. Market Place Thonglor 5. Market Place Nanglinchee 6. Market Place Nawamin (Sukhaphiban 1) 7. Market Place Dusit 8. Market Place Krungthep Kreetha 3Q21
Lifestyle center	6	78,587	1. J Avenue Thonglor 2. La Villa Ari 3. The Avenue Chaeng Wattana 4. Pattaya Avenue 5. The Avenue Ratchayothin 6. Nawamin City Avenue
Power center	2	61,436	1. Petchkasem Power Center 2. Ekkamai Power Center
Automotive service center	1	466	1. Mengjai
Entertainment center	1	42,532	1. Esplanade Ratchadapisek
Super regional mall	1	201,491 (49% JV)	1. Megabangna
Total	19	332,254	

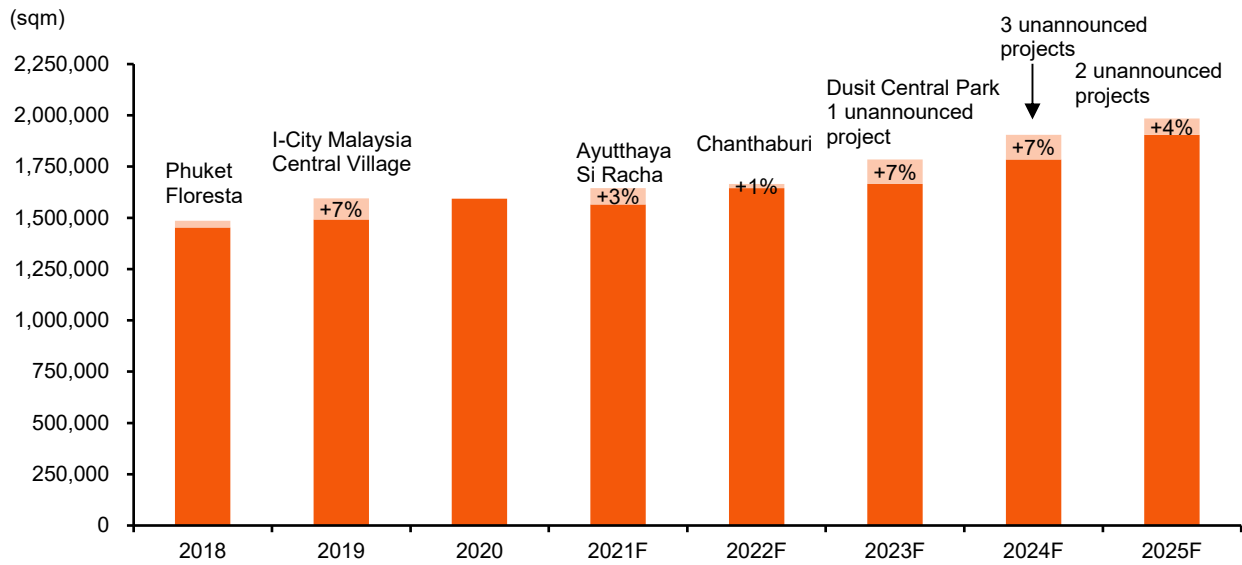
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: SF's Profit

(Bt m)	2017	2018	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21F	Sep21F	4Q21F
Recurring profit (cost method)	499	482	616	398	99	50	(85)	15	50
- Community malls	130	88	114	(28)	(10)	(27)	(85)	(25)	(27)
- Profit from JV (Megabangna)	369	394	502	426	109	77	0	40	77
Net profit	1,841	1,654	2,031	2,083	307	478			

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Our New Mall Assumptions



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	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Marks & Spencer	MKS LN	Britain	(86.7)	na	72.6	10.6	0.9	1.3	8.6	6.0	0.0	0.7
J Sainsbury PLC	SBRY LN	Britain	(44.4)	99.1	24.1	12.1	0.8	0.9	6.5	5.6	5.5	4.3
Tesco	TSCO LN	Britain	(53.0)	96.1	23.9	12.2	1.2	1.4	8.7	7.2	3.3	4.1
Carrefour SA	CA FP	France	12.4	13.1	11.0	9.8	1.2	1.1	6.3	5.9	3.6	4.0
Casino Guichard	CO FP	France	29.1	16.9	10.6	9.0	0.7	0.8	7.2	6.9	4.9	5.3
L'Oreal SA	OR FP	France	19.4	9.7	41.6	37.9	6.5	6.1	25.4	23.4	1.3	1.4
Alimentation Couche	ATD/B CN	Canada	22.7	2.3	20.2	19.8	4.4	4.1	9.7	9.5	0.6	0.7
Aeon	8267 JP	Japan	na	na	na	83.9	2.2	2.3	9.7	8.3	1.4	1.4
Kao Corporation	4452 JP	Japan	1.0	10.9	24.6	22.2	3.3	3.1	12.2	11.2	2.2	2.3
Lion Corporation	4912 JP	Japan	(25.1)	5.3	24.1	22.9	2.2	2.0	10.6	9.9	1.3	1.4
Shiseido Co. Ltd	4911 JP	Japan	na	28.2	61.4	47.9	5.6	5.1	26.5	18.3	0.7	0.8
Lawson	2651 JP	Japan	(56.6)	98.1	59.3	29.9	2.0	2.0	4.9	4.3	2.8	2.8
Seven & I Holdings	3382 JP	Japan	(25.7)	32.5	26.6	20.1	1.6	1.5	10.1	8.4	2.1	2.2
Lotte Corp	004990 KS	South Korea	152.4	22.8	10.9	8.9	0.5	0.4	8.8	8.5	3.7	4.0
Shinsegae	004170 KS	South Korea	na	33.4	10.9	8.2	0.7	0.6	7.9	7.5	0.7	0.8
Amore Pacific Group	002790 KS	South Korea	199.3	14.1	21.4	18.8	1.3	1.2	5.4	4.6	0.8	0.8
Best Buy Co Inc	BBY US	USA	25.1	(4.5)	11.0	11.5	6.5	6.5	6.0	6.3	2.0	2.6
Wal-Mart Stores	WMT US	USA	13.7	4.3	22.0	21.1	4.6	4.3	11.3	11.0	1.5	1.6
Home Depot Inc	HD US	USA	21.3	4.6	23.1	22.1	256.8	537.4	16.1	15.7	1.8	2.0
Yonghui Superstores	601933 CH	China	na	na	na	50.1	2.2	2.1	62.4	24.7	1.2	0.7
Sa International	178 HK	Hong Kong	na	na	na	94.4	3.6	3.3	na	23.3	0.0	0.9
Dairy Farm Intl Hldgs	DFI SP	Hong Kong	(27.0)	57.5	27.1	17.2	3.6	3.3	12.4	14.0	3.2	4.5
President Chain Store	2912 TT	Taiwan	(5.1)	17.6	30.5	25.9	8.5	7.5	12.3	11.4	2.9	3.3
7-Eleven Malaysia	SEM MK	Malaysia	(20.8)	63.2	40.3	24.7	19.9	21.0	9.9	8.4	1.8	2.9
Berli Jucker *	BJC TB	Thailand	(0.5)	25.7	34.9	27.7	1.2	1.1	13.9	13.5	1.4	1.8
COM7 *	COM7 TB	Thailand	44.3	39.6	41.2	29.5	19.1	16.0	27.4	20.4	2.0	2.8
CP All *	CPALL TB	Thailand	(37.9)	84.8	62.3	33.7	5.7	5.2	17.9	15.1	0.8	1.5
Central Pattana *	CPN TB	Thailand	(49.9)	163.1	94.5	35.9	3.4	3.1	23.2	16.2	0.9	1.4
Central Retail Corp. *	CRC TB	Thailand	na	na	na	49.5	4.2	3.9	15.0	10.8	0.0	0.8
Siam Global House *	GLOBAL TB	Thailand	62.8	20.1	31.0	25.8	5.1	4.6	23.4	19.7	1.3	1.6
Home Product*	HMPRO TB	Thailand	(1.0)	19.8	36.9	30.8	8.6	8.0	19.4	17.0	2.2	2.6
Siam Makro *	MAKRO TB	Thailand	(5.0)	16.4	45.9	39.5	1.9	1.8	30.0	47.2	0.9	2.0
Mc Group *	MC TB**	Thailand	(20.6)	29.5	21.2	16.4	2.1	2.1	8.4	7.6	4.8	5.9
Average			5.3	36.6	33.3	28.2	11.9	20.2	14.9	13.0	1.9	2.3

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth, ** MC's fiscal year ends in June. The figures shown in the table are for FY22F and FY23F

Based on 12 October 2021 closing price

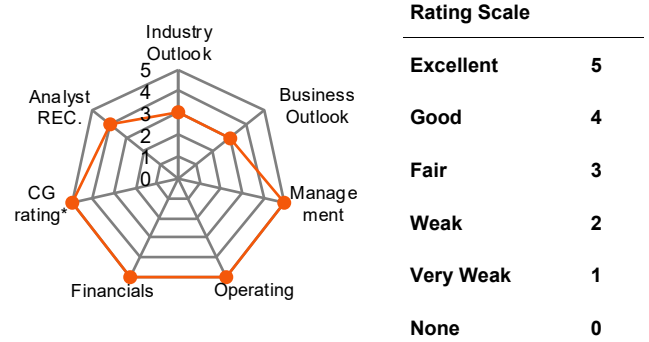
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

CPN เป็นผู้ประกอบการให้บริการศูนย์การค้าที่ใหญ่ที่สุดในประเทศ มีประสบการณ์ในการดำเนินธุรกิจมากกว่า 30 ปี ณ ปัจจุบัน CPN บริหารศูนย์การค้าทั้งหมด 34 แห่ง อาคารสำนักงาน 7 แห่ง โรงแรม 2 แห่ง และ 10 โครงการที่อยู่อาศัย บริษัท เป็นผู้นำในตลาดการพัฒนาโครงการค้าปลีกที่มีส่วนแบ่งทางการตลาดมากที่สุดในตลาดค้าปลีกของกรุงเทพฯ นอกจากนี้ยังลงทุนในสองกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์/REIT ด้วยถือหุ้น 25.8% ใน CPNREIT และ 25.0% ใน CPNCG

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้นำในตลาดและมีแผนการขยายแนวรุกมากที่สุด
- ตระกูลจิราวัฒน์ ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ มีธุรกิจในเครือค่อนข้างมาก โดยเฉพาะที่เกี่ยวข้องกับการค้าปลีก เพราะฉะนั้น อัตราการเข้าพื้นที่จึงมีความแน่นอนสูงในระดับหนึ่งก่อนการเปิดตัวโครงการ
- มีพื้นที่ซึ่งค่อนข้างโดดเด่นในกรุงเทพฯ และตามหัวเมืองต่างจังหวัด

O — Opportunity

- ขยายสู่ตลาดในต่างจังหวัด
- โอกาสในการขยายศูนย์การค้าไปยังตลาดต่างประเทศ โดยเฉพาะในกลุ่มประเทศอาเซียน

W — Weakness

- ลักษณะธุรกิจจำเป็นต้องมีการลงทุนขนาดใหญ่
- ระยะเวลาในการคืนทุนค่อนข้างยาว

T — Threat

- การแข่งขันทางอ้อมจากไฮเปอร์มาร์เก็ต โดยเฉพาะในพื้นที่ต่างจังหวัด
- ความเสี่ยงของพื้นที่เช่าไม่ได้รับการต่อสัญญา

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	58.21	64.00	10%
Net profit 21F (Bt m)	8,181	7,497	-8%
Net profit 22F (Bt m)	9,719	8,569	-12%
Consensus REC	BUY: 19	HOLD: 4	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิของเราในปี 2021-22F ต่ำกว่าตลาด 8-12% เนื่องจากเราให้สมมติฐานส่วนลดค่าเช่าอย่างระมัดระวังมากขึ้น ซึ่งยังคงให้ที่ 41% ในปีนี้ และ 18% ในปีหน้า
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด 10% เนื่องจากเรารวมโครงการใหม่และการเข้าซื้อ SF ในประมาณการ

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- เศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการจับจ่ายของประชาชน และความสามารถของบริษัท ในการปรับขึ้นค่าเช่า อัตราการเช่า และการขยายสาขา ซึ่งเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- ความเสี่ยงที่ไม่คาดคิดอย่างเหตุการณ์การปิดศูนย์การค้าและเพลิงไหม้ที่ CentralWorld ในอดีต อาจส่งผลให้กำไรสะดุด และเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	36,719	26,730	24,814	32,303	38,927
Cost of sales	18,086	15,037	16,365	17,768	19,841
Gross profit	18,633	11,693	8,449	14,536	19,086
% gross margin	50.7%	43.7%	34.1%	45.0%	49.0%
Selling & administration expenses	6,839	5,241	5,261	6,138	7,202
Operating profit	11,794	6,452	3,189	8,398	11,885
% operating margin	32.1%	24.1%	12.9%	26.0%	30.5%
Depreciation & amortization	7,117	7,906	9,040	9,464	10,385
EBITDA	18,911	14,359	12,229	17,862	22,270
% EBITDA margin	51.5%	53.7%	49.3%	55.3%	57.2%
Non-operating income	1,572	1,260	1,111	1,233	1,302
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(811)	(1,865)	(1,730)	(1,929)	(2,083)
Pre-tax profit	12,555	5,848	2,569	7,702	11,103
Income tax	2,277	1,301	642	1,694	2,443
After-tax profit	10,278	4,547	1,927	6,007	8,660
% net margin	28.0%	17.0%	7.8%	18.6%	22.2%
Shares in affiliates' Earnings	1,292	772	791	1,021	1,412
Minority interests	(71)	(60)	(81)	(91)	(101)
Extraordinary items	239	4,299	4,860	1,631	1,631
NET PROFIT	11,738	9,557	7,497	8,569	11,603
Normalized profit	11,499	5,258	2,637	6,938	9,971
EPS (Bt)	2.6	2.1	1.7	1.9	2.6
Normalized EPS (Bt)	2.6	1.2	0.6	1.5	2.2

We project a hiccup in normalized profit in 2020-21F from COVID-19...

....but 44-163% growth in 2022-23F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	16,378	23,886	19,710	23,098	26,001
Cash & cash equivalent	3,055	9,225	8,595	8,829	9,006
Account receivables	1,356	3,571	1,020	1,328	1,600
Inventories	0	0	0	0	0
Others	11,968	11,090	10,095	12,942	15,395
Investments & loans	17,333	9,117	9,117	9,117	9,117
Net fixed assets	126,882	106,793	118,352	131,572	153,447
Other assets	9,339	81,977	70,361	77,436	83,434
Total assets	169,933	221,774	217,540	241,224	272,000
LIABILITIES:					
Current liabilities:	21,075	30,554	26,287	30,056	35,594
Account payables	7,258	5,824	6,725	7,302	8,154
Bank overdraft & ST loans	4,970	11,732	6,549	7,336	9,212
Current LT debt	3,769	6,173	7,422	8,314	10,441
Others current liabilities	5,078	6,825	5,590	7,104	7,787
Total LT debt	24,471	27,630	29,690	33,257	41,763
Others LT liabilities	43,925	86,466	79,558	90,084	99,146
Total liabilities	89,471	144,650	135,534	153,397	176,503
Minority interest	8,334	8,333	8,414	8,505	8,606
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,244	2,244	2,244	2,244	2,244
Share premium	8,559	8,559	8,559	8,559	8,559
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(356)	(932)	(932)	(932)	(932)
Retained earnings	61,681	58,920	63,722	69,452	77,021
Shareholders' equity	72,128	68,790	73,592	79,322	86,891
Liabilities & equity	169,933	221,774	217,540	241,224	272,000

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	12,555	5,848	2,569	7,702	11,103
Tax paid	(2,018)	(1,739)	(590)	(1,589)	(2,277)
Depreciation & amortization	7,117	7,906	9,040	9,464	10,385
Chg In working capital	(781)	(3,649)	3,452	269	580
Chg In other CA & CL / minorities	(1,048)	4,533	(562)	(1,243)	(1,418)
Cash flow from operations	15,824	12,899	13,910	14,602	18,373
Capex	(9,855)	12,183	(17,100)	(19,400)	(28,900)
Right of use	0	(56,431)	11,286	(1,693)	(1,693)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(834)	8,216	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(2,623)	29,874	(4,156)	4,318	3,922
Cash flow from investments	(13,312)	(6,158)	(9,970)	(16,775)	(26,671)
Debt financing	2,812	12,325	(1,874)	5,246	12,509
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(5,015)	(3,633)	(2,695)	(2,838)	(4,034)
Warrants & other surplus	(48)	(9,262)	0	0	0
Cash flow from financing	(2,251)	(570)	(4,569)	2,407	8,475
Free cash flow	5,970	25,082	(3,190)	(4,798)	(10,527)

Despite high capex, we only expect net gearing of 0.43-0.55x in 2021-23F

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	21.7	47.4	94.5	35.9	25.0
Normalized PE - at target price (x)	25.0	54.6	108.9	41.4	28.8
PE (x)	21.2	26.1	33.2	29.1	21.5
PE - at target price (x)	24.5	30.1	38.3	33.5	24.8
EV/EBITDA (x)	14.8	19.9	23.2	16.2	13.5
EV/EBITDA - at target price (x)	16.8	22.5	26.4	18.3	15.3
P/BV (x)	3.5	3.6	3.4	3.1	2.9
P/BV - at target price (x)	4.0	4.2	3.9	3.6	3.3
P/CFO (x)	15.7	19.3	17.9	17.1	13.6
Price/sales (x)	6.8	9.3	10.0	7.7	6.4
Dividend yield (%)	1.4	1.3	0.9	1.4	1.9
FCF Yield (%)	2.4	10.1	(1.3)	(1.9)	(4.2)
(Bt)					
Normalized EPS	2.6	1.2	0.6	1.5	2.2
EPS	2.6	2.1	1.7	1.9	2.6
DPS	0.8	0.7	0.5	0.8	1.0
BV/share	16.1	15.3	16.4	17.7	19.4
CFO/share	3.5	2.9	3.1	3.3	4.1
FCF/share	1.3	5.6	(0.7)	(1.1)	(2.3)

Sources: Company data, Thanachart estimates

2022F PE (using net profit) of 29.1x is below its 30x 5-year historical average from 2015-19

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	8.9	(27.2)	(7.2)	30.2	20.5
Net profit (%)	4.7	(18.6)	(21.6)	14.3	35.4
EPS (%)	4.7	(18.6)	(21.6)	14.3	35.4
Normalized profit (%)	6.3	(54.3)	(49.9)	163.1	43.7
Normalized EPS (%)	6.3	(54.3)	(49.9)	163.1	43.7
Dividend payout ratio (%)	30.6	32.9	30.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	50.7	43.7	34.1	45.0	49.0
Operating margin (%)	32.1	24.1	12.9	26.0	30.5
EBITDA margin (%)	51.5	53.7	49.3	55.3	57.2
Net margin (%)	28.0	17.0	7.8	18.6	22.2
D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.6	0.5	0.6	0.6
Net D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.5	0.4	0.5	0.5
Interest coverage - EBIT (x)	14.5	3.5	1.8	4.4	5.7
Interest coverage - EBITDA (x)	23.3	7.7	7.1	9.3	10.7
ROA - using norm profit (%)	6.9	2.7	1.2	3.0	3.9
ROE - using norm profit (%)	16.7	7.5	3.7	9.1	12.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	14.9	6.5	2.7	7.9	10.4
- asset turnover (x)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2
- operating margin (%)	36.4	28.9	17.3	29.8	33.9
- leverage (x)	2.4	2.8	3.1	3.0	3.1
- interest burden (%)	93.9	75.8	59.8	80.0	84.2
- tax burden (%)	81.9	77.8	75.0	78.0	78.0
WACC (%)	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4
ROIC (%)	10.4	4.9	2.3	6.0	7.8
NOPAT (Bt m)	9,656	5,017	2,392	6,551	9,270
invested capital (Bt m)	102,284	105,100	108,658	119,400	139,301

Sources: Company data, Thanachart estimates

*We expect a swift
recovery in earnings
growth from next year
post-COVID*

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ 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 113 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2110A, ADVA16C2201A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BBL16C2201A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCPG16C2111A, BEC16C2202A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EA16C2201A, EGCO16C2110A, GLOB16C2201A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, INTU16C2201A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMART16C2111A, JMART16C2201A, JMT16C2110A, JMT16C2201A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2112A, OR16C2112A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTL16C2201A, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016P2112C, S5016P2112A, S5016P2112B, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCC16C2112A, SCGP16C2201A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BEC, BGRI, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTec, TASCO, TOP, TRUE, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทนชนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททนชนชาติ 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)

บริษัททนชนชาติ 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 ทนชนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีดิวิเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีดิวิเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566” ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ 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, บันเทิง 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 รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunet.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์ 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