

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 490.00

(From: Bt 460.00)

4 NOVEMBER 2021

Upside : 23.7%

The Siam Cement Pcl (SCC TB)

ได้เวลากลับมามอง

เราคง "ซื้อ" SCC และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 490 บาท จาก 460 บาท เนื่องจากเราปรับเพิ่มประมาณการกำไร และรวมธุรกิจแพคเกจจิ้งในราคาเป้าหมายของเรา เรามองว่า SCC จะฟื้นตัวจากความต้องการซีเมนต์ที่ดีขึ้น เคมีคอลสเปรตที่สูงขึ้น และแนวโน้มธุรกิจแพคเกจจิ้งที่ดีขึ้น



CHAK REUNGSINPINYA

662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

เป็น value และ laggard play

เรามองว่า SCC เป็นทั้ง value และ laggard play หันซื้อขายที่ forward P/E ที่ราว 10 เท่า—1 std ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 4 ปีที่ 13 เท่า ขณะเดียวกัน SCC ก็ underperform SET มากกว่า 6% YTD (และเกือบ 20% นับตั้งแต่จุดสูงสุดเมื่อต้นเดือนพฤษภาคม) ซึ่งเรามองว่าไม่สมเหตุผล เนื่องจากทุกธุรกิจหลักมีแนวโน้มดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ เราคาดว่า 4Q21F-1Q22F จะแข็งแกร่ง และเคมีคอลสเปรตที่สูงขึ้นจะเป็นปัจจัยผลักดันหลัก

ความต้องการซีเมนต์ฟื้นตัว

หลังจากลดลง 12% y-y ใน 3Q21 เราคาดว่าความต้องการปูนซีเมนต์จะฟื้นตัวในไทยและอาเซียน เนื่องจากมาตรการล็อกดาวน์ทั่วทั้งภูมิภาคผ่อนคลายลง และเนื่องจากฐานที่ค่อนข้างต่ำใน 4Q20 (ความต้องการลดลง 5% y-y ด้วย) เราจึงคาดว่า 4Q21F มีแนวโน้มที่จะฟื้นตัวแข็งแกร่ง อีกทั้งเรายังคิดว่าราคาซีเมนต์ยังมีโอกาสปรับตัวขึ้นอีกจากแรงกดดันด้านต้นทุนจากราคาถ่านหินที่ปรับตัวสูงขึ้น การจำกัดการผลิตสินค้าโภคภัณฑ์ที่ใช้พลังงานมากของจีนอาจช่วยหนุนให้ความต้องการส่งออกซีเมนต์เพิ่มขึ้นไปอีก

เคมีคอลสเปรตดีขึ้น

เราคาดว่าเคมีคอลสเปรตจะดีขึ้นเมื่อเข้าสู่ช่วงสิ้นปี HDPE-naphtha spread แต่จุดต่ำสุดที่ราว US\$460/ton (US\$-100/ton q-q) ใน 3Q21 และสเปรตปรับตัวดีขึ้นมาอยู่ที่ US\$500/ton ในปัจจุบัน ในทำนองเดียวกัน PP-naphtha spread เฉลี่ยอยู่ที่ US\$570/ton ใน 3Q21 (US\$-130/ton q-q) และเพิ่มขึ้นเป็น US\$620/ton เราคิดว่าสเปรตยังมีโอกาสปรับตัวขึ้นไปอีก เนื่องจากการผลิตรถยนต์ที่เพิ่มขึ้น (หลังจากรายการขาดแคลนชิปทำให้การผลิตลดลงใน 3Q21) และการนำเข้าจากจีนที่อาจสูงขึ้น และการส่งออกจากสหรัฐฯ ลดลง ในระยะยาวเราคาดว่า PE และ PP spreads เฉลี่ยอยู่ที่ราว US\$500-550/ton ยกเว้นเพียง LDPE ซึ่งได้รับแรงหนุนจากการกำลังการผลิตที่เน้นไปที่การผลิต EVA ซึ่งความต้องการกำลังเติบโตอย่างมากจากกลุ่มพลังงานแสงอาทิตย์ ขณะที่อุปทานยังคงตึงตัวเนื่องจากความพร้อมของกระบวนการด้านเทคโนโลยีที่จำกัด สำหรับ LDPE เราคาดว่าสเปรตเฉลี่ยอยู่ที่ US\$650/ton ในระยะยาว

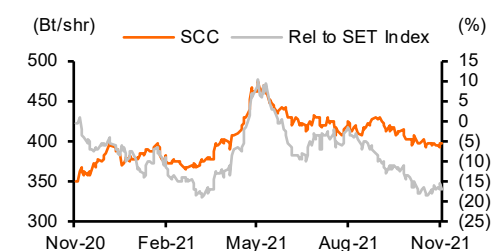
ความต้องการ/มาร์จิ้นของแพคเกจจิ้งระดับต่ำสุดแล้ว

เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของกลุ่มกระดาษและบรรจุภัณฑ์ของ SCC จะเพิ่มขึ้น เนื่องจากแรงกดดันด้านต้นทุนลดลง และความต้องการที่เพิ่มขึ้น OCC (กระดาษแข็งลูกฟูกเก่าซึ่งเป็นวัตถุดิบหลัก) มีราคาพุ่งสูงขึ้นเป็น US\$300/ton CFR ประเทศไทย ซึ่งเพิ่มขึ้นมากกว่า 200% จากระดับต้นปี 2020 อย่างไรก็ตาม ราคาในสหรัฐฯ และยุโรป (ภูมิภาคส่งออกที่สำคัญ) ทรงตัวและเริ่มลดลง ขณะที่ค่าขนส่ง (ซึ่งคิดเป็นมากกว่าครึ่งหนึ่งของต้นทุนในประเทศ) ก็ลดลงเช่นกัน ในขณะเดียวกัน อุปสงค์มีแนวโน้มดีขึ้นหลังคลายล็อกดาวน์ และราคาขายยังคงสูงขึ้น ซึ่งหมายความว่าเราน่าจะเห็นทั้งปริมาณและอัตรากำไรดีขึ้นตั้งแต่ 4Q21F เป็นต้นไป

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	399,939	471,406	474,865	526,881
Net profit	34,144	49,286	47,773	43,138
Consensus NP	—	49,289	46,974	50,538
Diff frm cons (%)	—	(0.0)	1.7	(14.6)
Norm profit	37,864	49,286	47,773	43,138
Prev. Norm profit	—	46,781	42,753	38,449
Chg frm prev (%)	—	5.4	11.7	12.2
Norm EPS (Bt)	31.6	41.1	39.8	35.9
Norm EPS grw (%)	18.3	30.2	(3.1)	(9.7)
Norm PE (x)	12.6	9.6	9.9	11.0
EV/EBITDA (x)	9.7	8.6	8.9	10.3
P/BV (x)	1.5	1.4	1.3	1.2
Div yield (%)	3.5	4.7	5.2	4.6
ROE (%)	12.6	14.7	13.3	11.3
Net D/E (%)	37.4	39.5	35.5	35.0

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

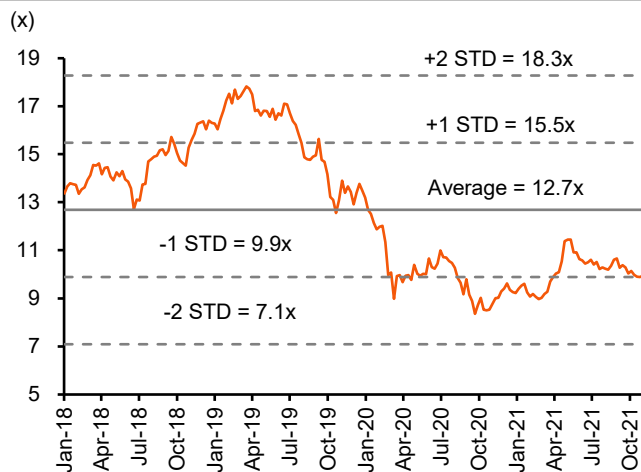
Price as of 4-Nov-21 (Bt)	396.00
Market Cap (US\$ m)	14,223.3
Listed Shares (m shares)	1,200.0
Free Float (%)	66.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	33.0
12M Price H/L (Bt)	474.00/341.00
Sector	CONMAT
Major Shareholder	HM King Maha Vajiralongkorn Bodindradebayavarangkun
	33.64%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

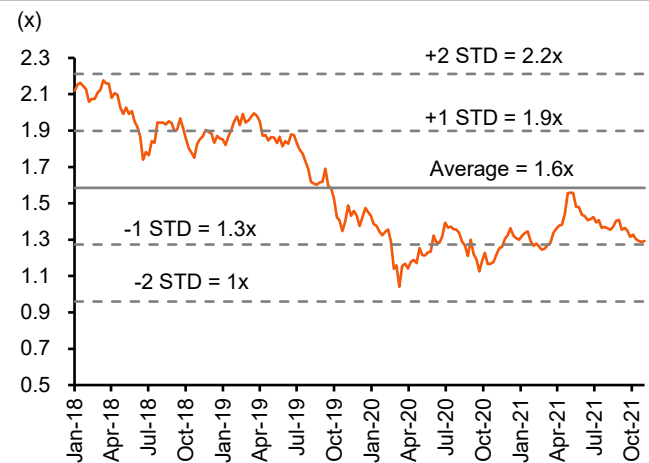
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

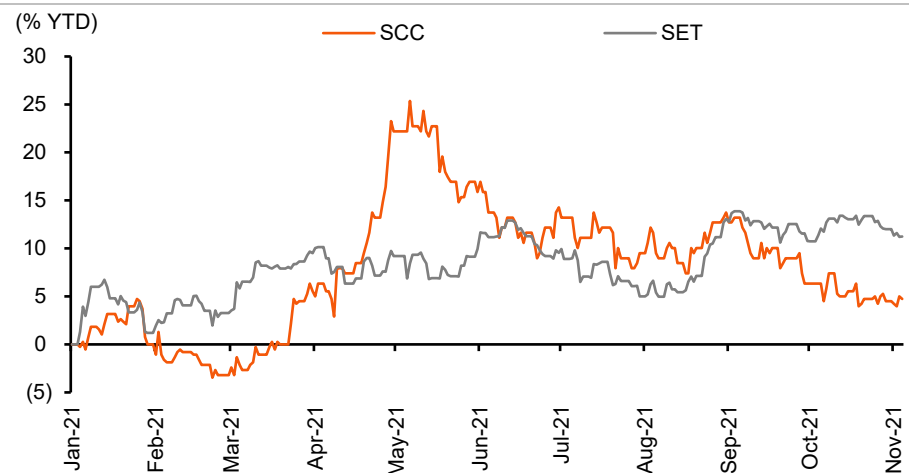


Ex 1: SCC's Forward PE

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 2: SCC's Forward P/BV

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

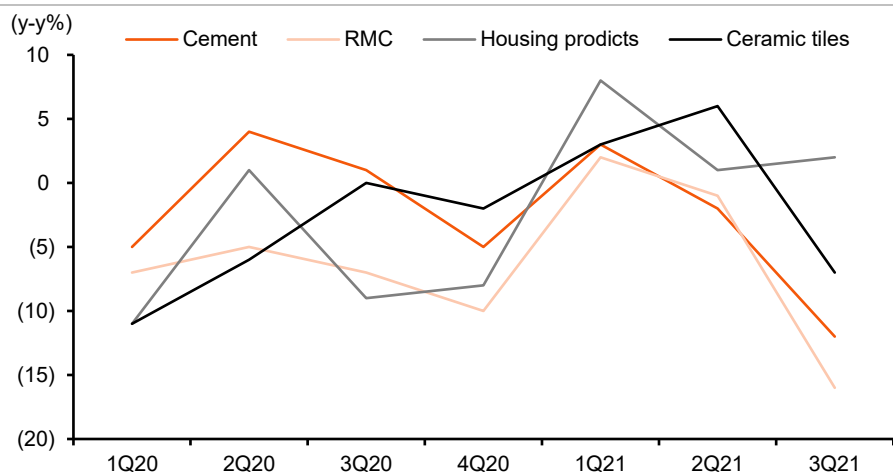
Ex 3: SCC Has Badly Lagged Behind The SET Index

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

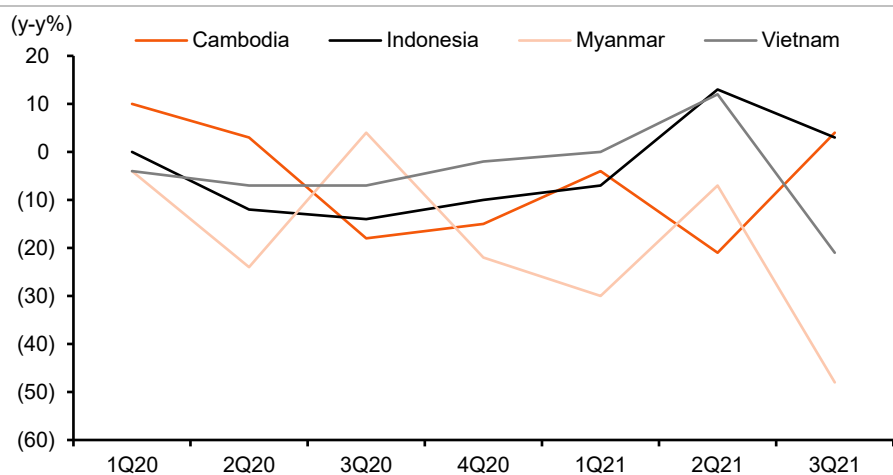
Ex 4: Earnings And TP Upgrades

(Bt/shr)	Norm EPS						TP
	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	
New/Actual	26.68	31.55	41.07	39.81	35.95	35.30	490.00
Old			38.98	35.63	32.04	31.67	460.00
Change (%)			5.4	11.7	12.2	11.5	6.5

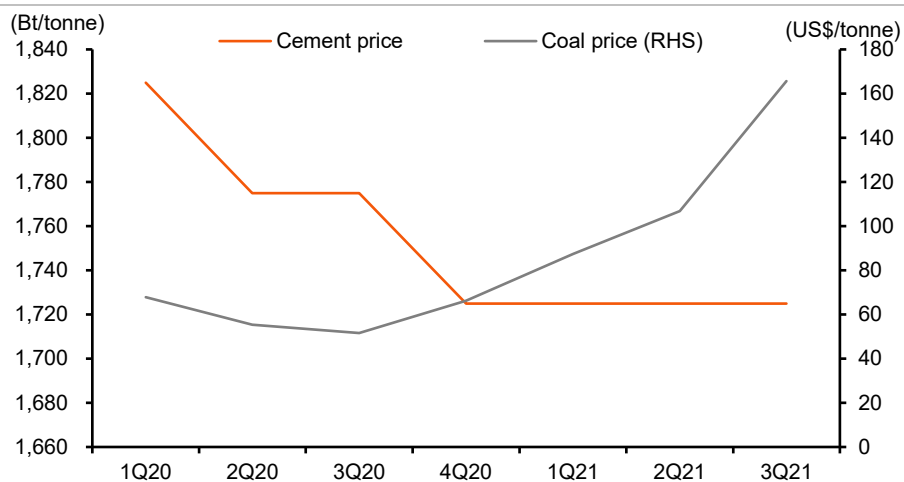
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Cement And Building Materials Demand Took A Dive In 3Q21

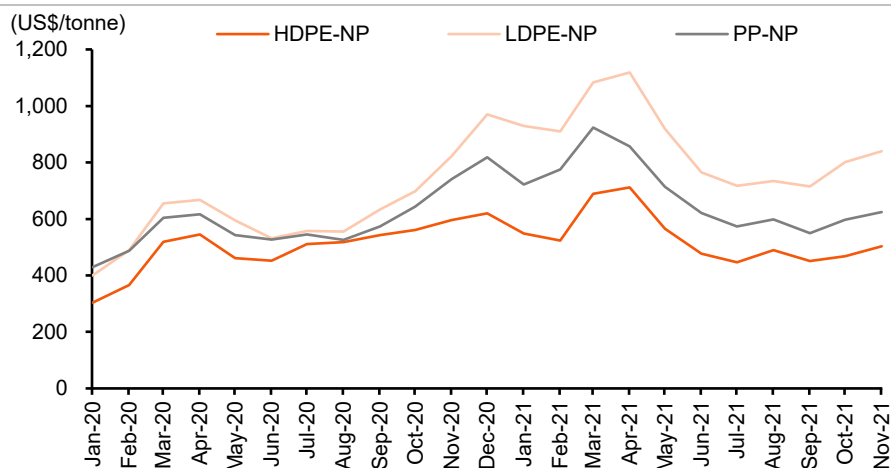
Sources: Company data, Thanachart

Ex 6: Cement Demand In ASEAN

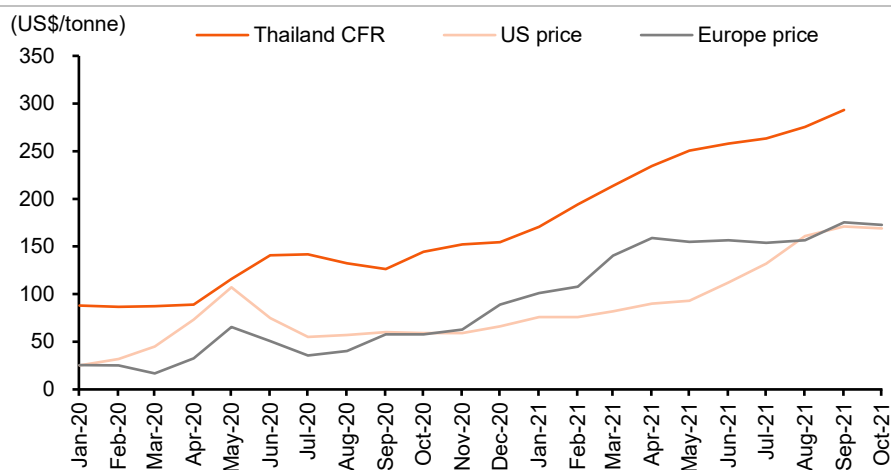
Sources: Company data, Thanachart

Ex 7: Cement Margin Could Get Squeezed By Higher Coal Prices

Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart

Ex 8: Chemical Spreads Starting To Improve

Sources: PTTGC, Bloomberg, Thanachart

Ex 9: OCC Prices Have Begun To Ease Off In Europe, US

Sources: Company data, Thanachart

Ex 10: 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 + other income	57,554	49,729	49,712	50,381	58,362	59,649	60,948	62,261	63,589	64,932	66,292	
Free cash flow	9,602	(2,914)	976	989	30,858	31,532	31,490	32,132	32,766	33,392	34,011	530,448
PV of free cash flow	9,602	(2,708)	843	793	22,613	21,380	19,752	18,649	17,596	16,592	14,977	233,589
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
Wacc (%)	7.6											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value cement & chemical	373,677											
Other investments	229,067											
Total enterprise value cement & chemical	602,744											
Net debt cement & chemical	163,215											
Minority Interest cement & chemical	80,716											
Equity value cement & chemical	358,813											
Equity value packaging	234,529											
Total equity value	593,343											
# of shares	1,200											
Equity value / share	490											

Sources: Company data, Thanachart estimate

Note: *Includes liquid assets held under current and non-current assets

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)	(%)	(%)
Sinopec Shanghai	338 HK	Hong Kong	na	17.4	6.3	5.4	0.6	0.6	6.6	5.5	8.3	9.7
Sinopec Yizheng	1033 HK	Hong Kong	na	42.9	20.6	14.4	1.7	1.5	9.6	8.7	0.0	0.0
AKR Corporindo	AKRA IJ	Indonesia	32.0	16.9	15.7	13.4	1.8	1.7	11.0	9.9	3.0	3.6
Reliance Industries Ltd	RIL IN	India	(0.6)	24.6	35.8	28.7	2.7	2.1	22.3	16.6	0.3	0.3
LG Chem	051910 KS	S. Korea	183.3	(18.1)	14.8	18.1	2.7	2.3	7.8	8.0	1.3	1.3
SK Energy	096770 KS	S. Korea	na	77.9	31.4	17.6	1.3	1.3	8.8	8.1	0.7	1.2
Petronas Chem Group Bhd	PCHEM MK	Malaysia	na	(14.1)	12.1	14.1	2.0	1.9	7.4	8.0	4.6	4.0
Formosa Chemical	1326 TT	Taiwan	142.5	(17.3)	11.0	13.4	1.3	1.3	8.5	11.1	6.6	5.5
Far Eastern New Century	1402 TT	Taiwan	36.3	0.7	12.9	12.8	0.7	0.7	11.5	11.3	6.0	5.9
IRPC Pcl *	IRPC TB	Thailand	na	9.6	14.9	13.6	1.1	1.0	9.2	8.4	4.0	4.4
Indorama Ventures *	IVL TB	Thailand	169.1	(0.9)	13.8	13.9	1.7	1.6	8.3	9.0	2.5	2.5
PTT Global Chemical *	PTTGC TB	Thailand	219.4	(1.2)	11.5	11.6	0.9	0.9	6.9	6.7	5.2	5.2
Siam Cement *	SCC TB	Thailand	30.2	(3.1)	9.6	9.9	1.4	1.3	8.6	8.9	4.7	5.2
TPI Polene	TPIPL TB	Thailand	83.3	(27.3)	7.7	10.6	na	na	8.4	9.5	na	na
Average			99.5	7.7	15.6	14.1	1.5	1.4	9.6	9.3	3.6	3.8

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 4 November 2021 closing prices

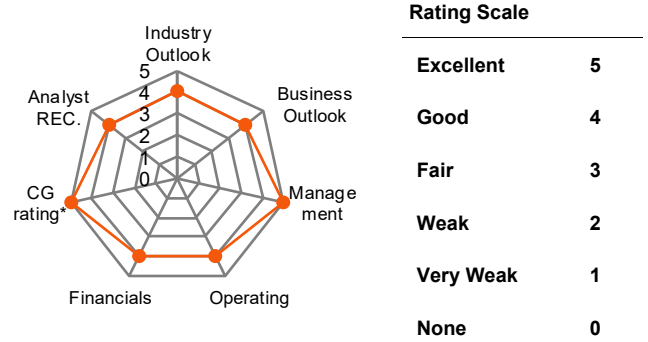
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน) (SCC) เป็นหนึ่งในเครือบริษัทที่ใหญ่ที่สุดของประเทศไทย การดำเนินงานของบริษัทฯ ประกอบด้วย 3 กลุ่มหลัก คือ ปูนซีเมนต์และวัสดุก่อสร้าง ปิโตรเคมี และบรรจุภัณฑ์ ประมาณ 2/3 ของกำไรปัจจุบันมาจากเคมีภัณฑ์ แม้ว่าบริษัทฯ จะเน้นการเติบโตในธุรกิจปูนซีเมนต์และวัสดุก่อสร้างในภูมิภาคอาเซียน

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ตำแหน่งทางการตลาดที่แข็งแกร่งมากในทุกธุรกิจและผลิตภัณฑ์
- มีประวัติการดำเนินงาน และช่องทางการจัดจำหน่ายที่แข็งแกร่ง
- ฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง
- ทีมผู้บริหารมีความแข็งแกร่ง

O — Opportunity

- โอกาสในการทำ M&A โดยเฉพาะจากธุรกิจวัสดุก่อสร้างในอาเซียน
- มีความเป็นไปได้อย่างมากในการขยายธุรกิจเคมีภัณฑ์ โดยเฉพาะในเวียดนาม และอินโดนีเซีย

W — Weakness

- ยังคงพึ่งพิงตลาดในประเทศเป็นหลัก
- ธุรกิจปิโตรเคมีมีลักษณะเป็นวัฏจักรสูง ซึ่งอาจจะทำให้กำไรมีความผันผวนสูง

T — Threat

- การแข่งขันในตลาดซีเมนต์ในประเทศ
- พัฒนาการของ shale gas เพิ่มความเสี่ยงต่อธุรกิจปิโตรเคมีที่มีอยู่และธุรกิจปิโตรเคมีในอนาคต

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	497.86	490.00	-2%
Net profit 21F (Bt m)	49,289	49,286	0%
Net profit 22F (Bt m)	46,974	47,773	2%
Consensus REC	BUY: 24	HOLD: 3	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2021-22F ของเราใกล้เคียงกับของตลาด
- ดัชนีราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การหดตัวของ chemical spreads เนื่องจากอุปสงค์ที่หดตัวลง เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- ช่วงเวลาที่ยืดเยื้อออกไปของซีเมนต์เนื่องจากความล่าช้าในการเบิกจ่ายงบประมาณสำหรับโครงการโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐ
- การลดลงของราคาน้ำมันอาจทำให้ความสามารถในการแข่งขันในการผลิตเคมีภัณฑ์ดีขึ้น และอาจทำให้ chemical spreads ต่ำกว่าคาด ซึ่งเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	437,980	399,939	471,406	474,865	526,881
Cost of sales	355,752	309,947	368,036	373,858	432,956
Gross profit	82,228	89,992	103,370	101,007	93,925
% gross margin	18.8%	22.5%	21.9%	21.3%	17.8%
Selling & administration expenses	54,308	52,815	59,011	59,699	60,599
Operating profit	27,920	37,177	44,359	41,308	33,326
% operating margin	6.4%	9.3%	9.4%	8.7%	6.3%
Depreciation & amortization	23,932	27,377	30,324	29,987	29,155
EBITDA	51,851	64,555	74,682	71,294	62,481
% EBITDA margin	11.8%	16.1%	15.8%	15.0%	11.9%
Non-operating income	8,992	7,278	9,138	9,770	10,810
Non-operating expenses	(2,594)	0	0	0	0
Interest expense	(6,587)	(7,082)	(7,688)	(7,088)	(7,584)
Pre-tax profit	27,731	37,373	45,809	43,990	36,553
Income tax	6,167	5,809	5,497	5,719	5,117
After-tax profit	21,564	31,564	40,312	38,271	31,435
% net margin	4.9%	7.9%	8.6%	8.1%	6.0%
Shares in affiliates' Earnings	11,632	9,456	14,537	13,960	14,486
Minority interests	(1,182)	(3,156)	(5,562)	(4,458)	(2,783)
Extraordinary items	0	(3,720)	0	0	0
NET PROFIT	32,014	34,144	49,286	47,773	43,138
Normalized profit	32,014	37,864	49,286	47,773	43,138
EPS (Bt)	26.7	28.5	41.1	39.8	35.9
Normalized EPS (Bt)	26.7	31.6	41.1	39.8	35.9

Earnings to decline in
2022-23F on lower
chemical spreads

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	164,386	214,017	158,425	159,938	177,678
Cash & cash equivalent	44,222	102,981	27,000	27,000	27,000
Account receivables	62,166	54,842	64,642	65,117	72,249
Inventories	56,411	54,654	64,897	65,924	76,344
Others	1,587	1,540	1,886	1,898	2,084
Investments & loans	101,749	117,009	117,009	117,009	117,009
Net fixed assets	305,986	363,425	393,109	413,145	434,028
Other assets	62,612	54,930	65,038	65,791	73,197
Total assets	634,733	749,381	733,581	755,883	801,912
LIABILITIES:					
Current liabilities:	131,505	161,420	133,353	133,299	147,661
Account payables	55,887	65,273	77,506	78,732	91,178
Bank overdraft & ST loans	18,797	21,510	13,752	13,223	13,652
Current LT debt	52,785	68,908	36,540	35,136	36,276
Others current liabilities	4,037	5,729	5,555	6,208	6,555
Total LT debt	155,188	160,553	146,161	140,544	145,103
Others LT liabilities	20,297	31,281	25,509	25,966	29,006
Total liabilities	306,990	353,255	305,023	299,809	321,770
Minority interest	47,528	75,154	80,716	85,174	87,958
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
Share premium	0	0	0	0	0
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(33,656)	(12,001)	(12,001)	(12,001)	(12,001)
Retained earnings	312,671	331,773	358,643	381,700	402,985
Shareholders' equity	280,215	320,972	347,842	370,899	392,184
Liabilities & equity	634,733	749,381	733,581	755,883	801,912

Sources: Company data, Thanachart estimates

Balance sheet expansion
due to investments in
new petrochemical
complex

CASH FLOW STATEMENT

FCF to remain positive
despite major capex

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	27,731	37,373	45,809	43,990	36,553
Tax paid	(6,375)	(4,072)	(5,931)	(5,121)	(4,987)
Depreciation & amortization	23,932	27,377	30,324	29,987	29,155
Chg In working capital	13,050	18,467	(7,810)	(275)	(5,108)
Chg In other CA & CL / minorities	15,002	30,221	12,619	12,231	12,621
Cash flow from operations	73,340	109,366	75,010	80,812	68,233
Capex	(82,451)	(84,817)	(60,000)	(50,000)	(50,000)
Right of use	0	0	(300)	(300)	(300)
ST loans & investments	18	42	(90)	0	0
LT loans & investments	10,340	(15,260)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(104)	18,613	(13,666)	1,754	(2,208)
Cash flow from investments	(72,197)	(81,421)	(74,057)	(48,546)	(52,508)
Debt financing	21,594	24,202	(54,518)	(7,550)	6,128
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(19,799)	(14,998)	(22,417)	(24,716)	(21,853)
Warrants & other surplus	(9,096)	21,611	0	0	0
Cash flow from financing	(7,302)	30,815	(76,935)	(32,266)	(15,725)
Free cash flow	(9,111)	24,549	15,010	30,812	18,233

VALUATION

SCC is trading at nearly
1std below its 4-year P/E
average

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	14.8	12.6	9.6	9.9	11.0
Normalized PE - at target price (x)	18.4	15.5	11.9	12.3	13.6
PE (x)	14.8	13.9	9.6	9.9	11.0
PE - at target price (x)	18.4	17.2	11.9	12.3	13.6
EV/EBITDA (x)	12.7	9.7	8.6	8.9	10.3
EV/EBITDA - at target price (x)	14.9	11.4	10.1	10.5	12.1
P/BV (x)	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2
P/BV - at target price (x)	2.1	1.8	1.7	1.6	1.5
P/CFO (x)	6.5	4.3	6.3	5.9	7.0
Price/sales (x)	1.1	1.2	1.0	1.0	0.9
Dividend yield (%)	3.5	3.5	4.7	5.2	4.6
FCF Yield (%)	(1.9)	5.2	3.2	6.5	3.8
(Bt)					
Normalized EPS	26.7	31.6	41.1	39.8	35.9
EPS	26.7	28.5	41.1	39.8	35.9
DPS	14.0	14.0	18.7	20.6	18.2
BV/share	233.5	267.5	289.9	309.1	326.8
CFO/share	61.1	91.1	62.5	67.3	56.9
FCF/share	(7.6)	20.5	12.5	25.7	15.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(8.5)	(8.7)	17.9	0.7	11.0
Net profit (%)	(28.5)	6.7	44.3	(3.1)	(9.7)
EPS (%)	(28.5)	6.7	44.3	(3.1)	(9.7)
Normalized profit (%)	(28.5)	18.3	30.2	(3.1)	(9.7)
Normalized EPS (%)	(28.5)	18.3	30.2	(3.1)	(9.7)
Dividend payout ratio (%)	52.5	49.2	45.5	51.7	50.7
Operating performance					
Gross margin (%)	18.8	22.5	21.9	21.3	17.8
Operating margin (%)	6.4	9.3	9.4	8.7	6.3
EBITDA margin (%)	11.8	16.1	15.8	15.0	11.9
Net margin (%)	4.9	7.9	8.6	8.1	6.0
D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
Net D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3
Interest coverage - EBIT (x)	4.2	5.2	5.8	5.8	4.4
Interest coverage - EBITDA (x)	7.9	9.1	9.7	10.1	8.2
ROA - using norm profit (%)	5.2	5.5	6.6	6.4	5.5
ROE - using norm profit (%)	11.5	12.6	14.7	13.3	11.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	7.7	10.5	12.1	10.6	8.2
- asset turnover (x)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
- operating margin (%)	7.8	11.1	11.3	10.8	8.4
- leverage (x)	2.2	2.3	2.2	2.1	2.0
- interest burden (%)	80.8	84.1	85.6	86.1	82.8
- tax burden (%)	77.8	84.5	88.0	87.0	86.0
WACC (%)	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
ROIC (%)	5.0	6.8	8.3	6.9	5.4
NOPAT (Bt m)	21,711	31,399	39,036	35,938	28,661
invested capital (Bt m)	462,763	468,962	517,295	532,802	560,215

Sources: Company data, Thanachart estimates

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 138 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2110A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, AOT16C2202A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BBL16C2201A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCPG16C2111A, BEC16C2202A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, CHG16C2202A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DOHO16C2202A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EA16C2201A, EGCO16C2110A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMT16C2110A, JMT16C2201A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2112A, MTC16C2202A, OR16C2112A, OR16C2202A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTT16C2201A, PTT16C2201A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016P2112C, S5016P2112C, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016C2203A, S5016P2203A, S5016C2112D, S5016P2112D, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2112A, SCGP16C2202A, SCGP16C2201A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TU16C2110A, TU16C2111A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMAT, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEK, STGT, SYNTec, TASCO, TOP, TRUE, TJU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัททูธนชาติ 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)

บริษัททูธนชาติ 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 ทูธนชาติ 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 มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศิณี ไตรลัดจะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีดิวิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีดิวิเปเมนท์ 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 นิजारุน, 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 ลิ้มสุทธิวันภูมิ 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

มณฤดี 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 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