

HOLD (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 63.00

(From: Bt 55.00)

17 DECEMBER 2021

Downside : 7.0%

SCG Packaging Pcl (SCGP TB)

ราคาหุ้นสะท้อนแนวโน้มที่ดีขึ้นแล้ว

เรายังคงแนะนำ “ถือ” SCGP แต่ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 63 บาท เนื่องจากเราปรับมาใช้ฐานใหม่ และรวมการลงทุนใหม่เข้าในประมาณการของเรา ขณะที่เราเห็นแนวโน้มที่ดีขึ้นหลังคลายล็อกดาว์นจากโควิด แต่เราเชื่อว่าสะท้อนไปในราคาหุ้นแล้ว ด้วยหุ้นซื้อขายที่ 26.5 เท่า 2022F PE เราชอบ UTP มากกว่า



CHAK REUNGSINPINYA

662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

เต็มมูลค่าแล้ว

แม้ว่าเราคิดว่ากำไรของ SCGP จะเติบโตแข็งแกร่งในปี 2022-23F แต่เราเชื่อว่าการเติบโตส่วนใหญ่ได้สะท้อนไปในราคาหุ้นแล้ว แม้ว่าจะมี EPS ที่เติบโต 33% ในปีหน้า แต่หุ้นยังคงซื้อขายที่ forward PE มากกว่า 26.5 เท่า ซึ่งเรามองว่าเป็นระดับที่ไม่สมเหตุผล เนื่องจากเราคาดว่า การเติบโตจะชะลอตัวลงอย่างมากในปี 2023-24F เราชอบมมจ. อยู่ในดีด เปเปอร์ (UTP, “ซื้อ”) ด้วยได้ประโยชน์จากความต้องการกระดาษบรรจุภัณฑ์ และการฟื้นตัวของอัตรากำไร UTP ซื้อขายที่ forward PE เพียง 9 เท่า ขณะที่ EPS เติบโต 20% และ 15% ในปี 2022-23F ตามลำดับ

ความต้องการฟื้นตัวหลังคลายล็อกดาว์น

ความต้องการบรรจุภัณฑ์กระดาษและกล่องกระดาษแข็งได้รับผลกระทบอย่างมากใน 2Q-3Q21 เนื่องจากการล็อกดาว์นในหลายประเทศในอาเซียน จากข้อมูลของผู้บริหาร ผลกระทบทางลบรุนแรงที่สุดอยู่ในเวียดนามที่ซึ่งอัตรากำไรใช้กำลังการผลิตสำหรับบางอุตสาหกรรมลดลงเหลือเพียง 30-50% ใน 3Q21 ด้วยการกลับมาเปิดประเทศทั่วทั้งภูมิภาค เราคาดว่าความต้องการกระดาษบรรจุภัณฑ์และกล่องกระดาษแข็งจะเพิ่มขึ้น แม้อัตราการฟื้นตัวอาจไม่เท่ากันก็ตาม นอกจากการฟื้นตัวของความต้องการแล้ว SCGP น่าจะเติบโตในระดับปกติของธุรกิจในปีหน้า ด้วยเครื่องผลิตกระดาษใหม่ในฟิลิปปินส์จะทำให้กำลังการผลิตกระดาษเพิ่มขึ้นราว 220,000 tpa (เทียบเท่ากับการเติบโตของกำลังการผลิตที่ c.5%) ในระยะยาว สายการผลิตใหม่ในเวียดนามตอนเหนือจะเพิ่มกำลังการผลิตให้อีก 370,000 tpa ภายในต้นปี 2024F

ต้นทุน OCC ลดลงหนุนอัตรากำไร

เราคาดว่าแรงกดดันต้นทุนจะคลี่คลายลงตั้งแต่ 4Q21F เป็นต้นไป เนื่องจากราคากระดาษลูกฟูกเก่า (OCC) ซึ่งเป็นวัตถุดิบหลักลดลงอย่างมาก ขณะที่ราคา OCC เริ่มลดลงในสหรัฐอเมริกาและยุโรป ซึ่งทำให้ราคานำเข้าของไทยลดลงตาม ราคา OCC ในประเทศได้ลดลงเหลือเพียง 5 บาท/กก. แล้วในปัจจุบัน จากระดับสูงสุดในเดือนก.ย. ที่เกือบ 11 บาท/กก. เรามองว่าการลดลงนี้เป็นผลมาจากการดำเนินการในประเทศ (เช่น การเก็บรวบรวม) หลังล็อกดาว์นที่ดีขึ้น รวมถึงแนวโน้มราคานำเข้าที่ลดลง เราคิดว่าต้นทุน OCC ที่ลดลงจะเป็นหนึ่งในปัจจัยหลักหนุนการขยายตัวของอัตรากำไรในปี 2022F

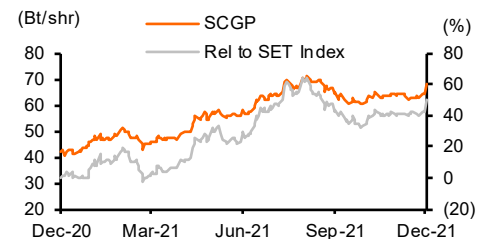
การเข้าซื้อกิจการไม่มากพอที่จะเปลี่ยนมุมมองของเรา

SCGP กำลังวุ่นอยู่กับการเข้าซื้อกิจการคู่แข่งรายเล็กในธุรกิจบรรจุภัณฑ์กล่องลูกฟูก รวมถึงการแตกแขนงไปยังธุรกิจวัสดุอุปกรณ์ทางการแพทย์ ด้วยการเข้าซื้อกิจการ Deltalab, S.L ในสเปน แม้ว่าดีลเหล่านี้จะเพิ่มการเติบโต แต่ดีลแต่ละดีลค่อนข้างเล็ก และเราเห็นโอกาสที่จำกัดในการทำดีล M&A ขนาดใหญ่ใหม่ SCGP ได้ใช้เงินจากการเสนอขายหุ้น IPO ไปเป็นจำนวนมากแล้ว และปัจจุบันมีอัตรากำไรส่วนหนึ่งสินต่อทุนที่เพิ่มขึ้นเป็น 0.4 เท่า จากแทบที่จะไม่มีที่ 0.1 เท่า เมื่อปีที่แล้ว ขณะที่การควบรวมกิจการอาจมีมากขึ้น แต่เรามองว่ากลยุทธ์นี้ให้ผลตอบแทนค่อนข้างต่ำและต้องการเห็นการเติบโตในระดับปกติของธุรกิจมากขึ้น

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	92,786	118,767	123,693	123,701
Net profit	6,457	8,230	10,970	12,850
Consensus NP	—	8,365	10,309	11,546
Diff frm cons (%)	—	(1.6)	6.4	11.3
Norm profit	6,680	8,230	10,970	12,850
Prev. Norm profit	—	10,060	11,762	12,346
Chg frm prev (%)	—	(18.2)	(6.7)	4.1
Norm EPS (Bt)	2.0	1.9	2.6	3.0
Norm EPS grw (%)	24.2	(3.9)	33.3	17.1
Norm PE (x)	34.0	35.3	26.5	22.6
EV/EBITDA (x)	14.4	15.8	13.1	11.6
P/BV (x)	3.3	3.1	2.9	2.7
Div yield (%)	0.7	1.4	1.9	2.2
ROE (%)	10.1	9.0	11.3	12.4
Net D/E (%)	9.6	17.6	12.1	2.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Dec-21 (Bt)	67.75
Market Cap (US\$ m)	8,717.1
Listed Shares (m shares)	4,292.9
Free Float (%)	26.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	30.0
12M Price H/L (Bt)	71.25/40.50
Sector	PKG
Major Shareholder	Siam Cement Pcl. 72.12%

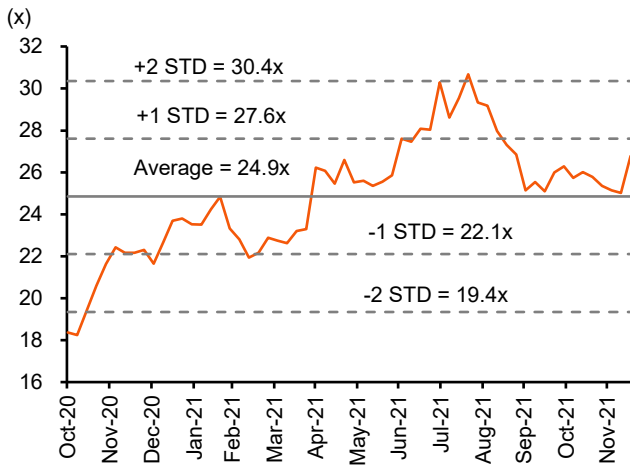
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

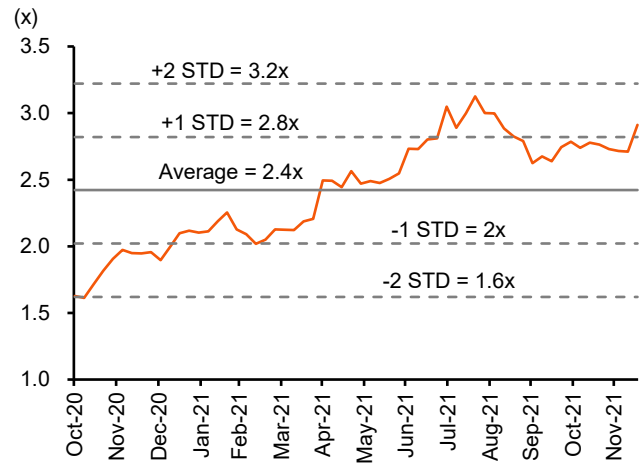


Ex 1: Forward PE



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 2: Forward P/BV



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 3: Key Assumption Changes

Assumption	Unit	2021F	2022F	2023F	2024F
New					
OCC cost	(USD/tonne)	245	220	200	202
Packaging paper ASP	(USD/tonne)	465	465	451	465
Packaging paper capacity	(ktpa)	3,647	3,867	3,867	4,237
Old					
OCC cost	(USD/tonne)	200	170	170	172
Packaging paper ASP	(USD/tonne)	442	420	420	424
Packaging paper capacity	(ktpa)	3,757	3,867	3,867	3,867
Change					
OCC cost	(%)	22.5	29.4	17.6	17.6
Packaging paper ASP	(%)	5.2	10.7	7.4	9.5
Packaging paper capacity	(%)	(2.9)	0.0	0.0	9.6

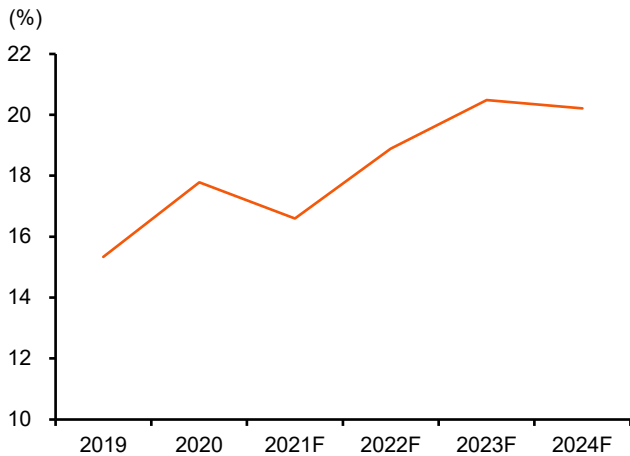
Sources: Thanachart estimates

Ex 4: Earnings And TP Revisions

(Bt/shr)	EPS						TP
	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	
New/Actual	1.61	1.99	1.92	2.56	2.99	3.37	63.00
Old			2.34	2.74	2.88	3.04	55.00
Change (%)			(18.2)	(6.7)	4.1	10.7	14.5

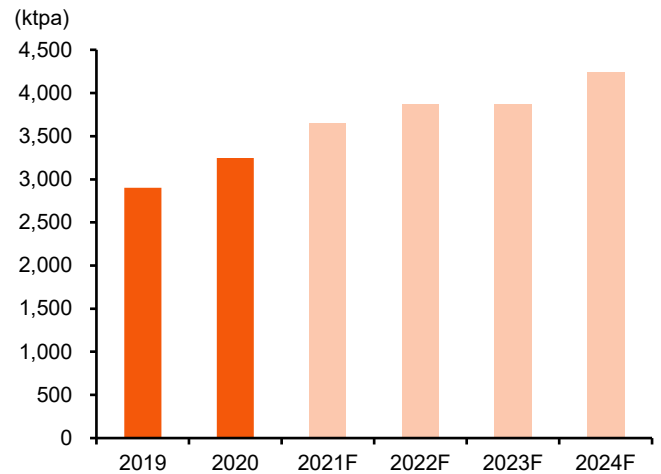
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: EBITDA Margin Likely To Improve In 2022-23F



Sources: Company data, Thanachart estimates

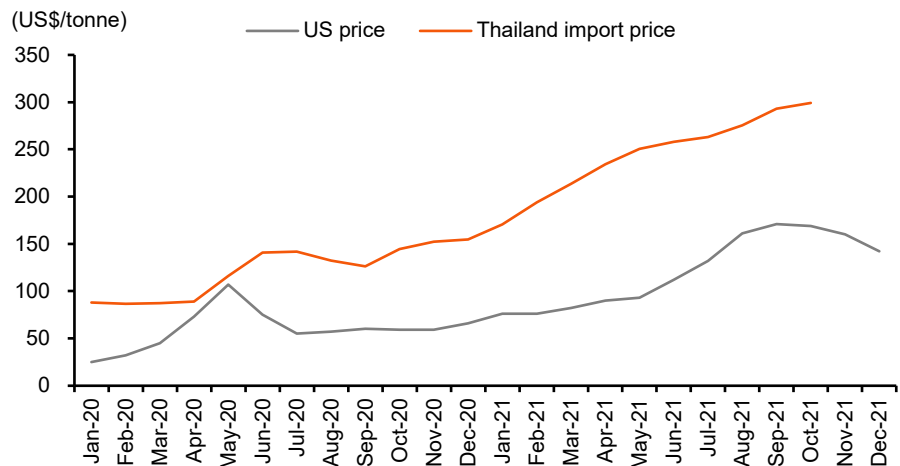
Ex 6: Packaging Paper Capacity Growth



Sources: Company data, Thanachart estimates

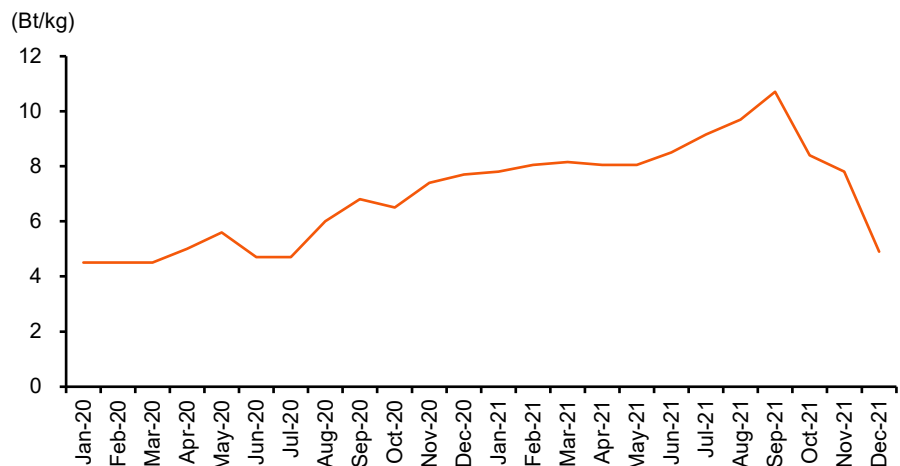
Note: Capacity based on 20 hours/day, 6 days/week

Ex 7: OCC Price Falling In The US; Thailand's Import Costs To Follow Suit



Sources: Customs Dept, Thanachart

Ex 8: Local OCC Price In Thailand Has Been Falling Sharply In The Past Few Months



Sources: Company data, Thanachart

Note: Our estimate of the OCC cost at paper mills, based on prices quoted at recyclers

Ex 9: 12-month DCF-based Valuation, Using a Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	23,357	25,337	26,914	27,357	27,753	28,036	28,325	28,620	28,921	29,228	29,541	
Free cash flow	11,371	18,885	18,493	20,277	21,031	21,444	21,873	22,316	22,777	23,254	23,750	363,462
PV of free cash flow	11,371	17,532	15,935	16,220	15,346	14,463	13,632	12,856	12,127	11,444	10,339	158,222
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	7.7											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	309,487											
Net debt / (cash)	15,114											
Minority interest	24,738											
Equity value	269,635											
# of shares (m)	4,293											
Equity value/share (Bt)	63											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 10: 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 (%)
Intl Paper Co	IP US	USA	46.6	10.2	11.2	10.1	2.0	1.9	7.6	7.2	4.3	3.9
Westrock Co	WRK US	USA	22.9	43.6	13.6	9.5	1.0	1.0	6.6	5.7	1.9	2.2
Packaging Corp	PKG US	USA	47.5	7.7	15.5	14.4	3.4	3.1	8.8	8.3	3.0	3.0
Domtar Corp	UFS US	USA	66.8	50.0	27.2	18.1	1.3	1.2	7.1	5.9	0.0	0.0
Graphic Packaging	GPK US	USA	2.5	64.3	17.9	10.9	3.7	2.9	9.8	7.0	1.5	1.5
Mondi Plc	MNDI LN	Europe	18.0	17.6	12.7	10.8	2.0	1.8	8.8	7.8	3.7	4.1
Stora Enso Oyj-R	STERV FH	Europe	188.8	(20.3)	10.8	13.6	1.3	1.2	7.6	7.9	3.1	3.4
Smurfit Kappa Gr	SKG LN	Europe	13.1	21.1	14.9	12.3	2.4	2.1	8.8	7.7	3.0	3.1
Ds Smith Plc	SMDS LN	Europe	(28.1)	25.1	16.5	13.2	1.5	1.4	8.6	7.7	3.1	3.7
Billerudkorsnas	BILL SS	Europe	184.7	25.6	22.9	18.3	1.9	1.8	10.2	9.0	2.6	2.8
Holmen Ab-B Shs	HOLMB SS	Europe	62.8	(11.2)	22.1	24.9	1.5	1.5	14.4	15.3	2.2	2.1
Reno De Medici Spa	RM IM	Europe	(70.3)	200.0	48.4	16.1	na	na	na	na	0.0	0.7
Mayr-Melnhof Karton Ag	MMK AV	Europe	20.8	20.6	17.9	14.9	2.2	2.0	10.6	8.7	2.2	2.5
Oji Holdings Cor	3861 JP	Japan	81.2	0.1	7.2	7.2	0.7	0.6	6.4	6.3	2.5	2.6
Nippon Paper Ind	3863 JP	Japan	(79.1)	na	126.6	10.4	0.3	0.3	10.4	9.7	3.6	3.6
Hokuetsu Corp	3865 JP	Japan	179.5	(34.6)	5.7	8.8	0.6	0.5	6.6	7.1	1.9	3.3
Rengo Co Ltd	3941 JP	Japan	12.8	5.5	6.9	6.6	0.6	0.6	6.5	6.0	2.8	2.8
Nine Dragons Paper	2689 HK	Hong Kong	71.5	(2.6)	5.6	5.7	0.9	0.8	4.9	4.9	6.0	4.4
Lee & Man Paper	2314 HK	Hong Kong	35.2	3.4	5.7	5.5	0.8	0.7	5.8	5.6	6.0	6.1
Shandong Chen - A	000488 CH	China	46.1	2.4	7.6	7.4	0.8	0.8	8.0	8.3	2.9	2.9
Shandong Sun - A	002078 CH	China	62.5	12.9	9.2	8.2	1.6	1.4	8.0	7.1	1.3	1.4
Shanying Intl - A	600567 CH	China	32.0	23.5	7.9	6.4	0.9	0.8	10.0	8.5	1.5	1.8
SCG Packaging Pcl	SCGP TB *	Thailand	(3.9)	33.3	35.3	26.5	3.1	2.9	15.8	13.1	1.4	1.9
United Paper Pcl	UTP TB*	Thailand	(3.6)	19.8	11.1	9.3	2.8	2.5	8.0	6.4	5.8	7.0
Average			42.1	22.5	20.0	12.0	1.6	1.5	8.7	7.9	2.8	3.0

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 17 December 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เอสซีจี แพคเกจจิ้ง จำกัด (มหาชน) (SCGP) เป็นบริษัทบรรจุภัณฑ์ชั้นนำในอาเซียน บริษัทฯ ครอบงำส่วนแบ่งตลาดในตลาดกระดาษบรรจุภัณฑ์ในประเทศไทยเกือบ 50% นอกจากนี้ยังมีส่วนแบ่งตลาดราว 25% หรือมากกว่าในอินโดนีเซีย เวียดนาม และฟิลิปปินส์ อีกด้วย บรรจุภัณฑ์ที่กล่องลูกฟูกมีส่วนแบ่งตลาด 30% นอกจากนี้บริษัทฯ ยังผลิตกระดาษพิมพ์เขียน (P&W) อีกด้วย บริษัทฯ มุ่งเน้นไปที่ประสิทธิภาพและบรรจุภัณฑ์โพลีเมอร์ (PPP) สัดส่วนรายได้ ณ 1H20 แบ่งเป็นกระดาษบรรจุภัณฑ์ 51% บรรจุภัณฑ์จากเยื่อและกระดาษ 25% (ส่วนใหญ่เป็นบรรจุภัณฑ์กล่องลูกฟูก) ผลิตภัณฑ์กระดาษพิมพ์เขียน 16% และ PPP 8% รายได้ส่วนใหญ่มาจากประเทศไทย (52%) รองลงมาคือ อินโดนีเซีย (14%) และเวียดนาม (11%)

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นบริษัทบรรจุภัณฑ์กระดาษที่ใหญ่ที่สุดในอาเซียน โดยรุกเข้าไปในเกือบทุกตลาดหลักในภูมิภาค
- มีประสบการณ์ในการบริหารจัดการและมีการเติบโตของการดำเนินงานที่ดีมาเป็นเวลาช้านาน

O — Opportunity

- การบริโภควัสดุบรรจุภัณฑ์ (กระดาษ, พลาสติก) ในอาเซียนยังคงต่ำกว่าประเทศที่พัฒนาแล้ว ซึ่งแสดงถึงโอกาสในการเติบโตที่สำคัญของบริษัท
- SCGP มีแนวโน้มที่จะได้ประโยชน์จากกระแสความเป็นไปของโลกที่สำคัญ ซึ่งได้แก่ E-commerce

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	70.30	63.00	-10%
Net profit 21F (Bt m)	8,365	8,230	-2%
Net profit 22F (Bt m)	10,309	10,970	6%
Consensus REC	BUY: 13	HOLD: 8	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- คาดการณ์ผลประกอบการของเราในปี 2021F นั้นใกล้เคียงกับของตลาด แต่คาดการณ์ปี 2022F ของเราสูงกว่าเล็กน้อย เนื่องจากเรารวมการลดลงของต้นทุน OCC ในประมาณการ
- อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่า เนื่องจากเราคาดว่า การเติบโตจะชะลอตัวลงในอีกหลายปีข้างหน้า เนื่องจากส่วนแบ่งการตลาดที่มีขนาดใหญ่อยู่แล้วของ SCGP

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- ธุรกิจกระดาษบรรจุภัณฑ์คิดเป็นสัดส่วนต่อรายได้และกำไรที่สูง
- รายได้และกำไรส่วนใหญ่ยังคงมาจากประเทศไทย ซึ่งแนวโน้มการเติบโตอาจจะอ่อนแอกว่าประเทศอื่นๆ ในอาเซียน เช่น อินโดนีเซีย และเวียดนาม

T — Threat

- การแข่งขันที่สูงขึ้นท่ามกลางการเติบโตของความต้องการที่ชะลอตัวลง
- ภัยคุกคามจากผู้เข้ามาใหม่ในตลาดที่มีการเติบโตอย่างรวดเร็ว (เช่น เวียดนาม) โดยเฉพาะจากผู้เล่นจีน

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ราคาขายเฉลี่ยที่แข็งแกร่งกว่าคาด และ/หรือต้นทุน OCC ที่ต่ำกว่าคาด จะเป็น upside risk ต่อประมาณการของเรา
- การแข่งขันที่เพิ่มขึ้นในอินโดนีเซีย และเวียดนามน่าจะทำให้ราคาขายเฉลี่ยในประเทศเหล่านี้ลดลง ซึ่งเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	89,070	92,786	118,767	123,693	123,701
Cost of sales	71,651	73,333	93,818	94,615	92,682
Gross profit	17,419	19,453	24,950	29,078	31,019
% gross margin	19.6%	21.0%	21.0%	23.5%	25.1%
Selling & administration expenses	9,753	10,141	12,855	13,379	13,383
Operating profit	7,665	9,313	12,095	15,698	17,636
% operating margin	8.6%	10.0%	10.2%	12.7%	14.3%
Depreciation & amortization	5,991	7,183	7,618	7,659	7,701
EBITDA	13,656	16,496	19,713	23,357	25,337
% EBITDA margin	15.3%	17.8%	16.6%	18.9%	20.5%
Non-operating income	714	602	1,188	1,237	1,237
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,741)	(1,452)	(1,767)	(1,585)	(893)
Pre-tax profit	6,637	8,463	11,516	15,350	17,980
Income tax	1,049	1,002	1,727	2,302	2,697
After-tax profit	5,588	7,462	9,788	13,047	15,283
% net margin	6.3%	8.0%	8.2%	10.5%	12.4%
Shares in affiliates' Earnings	53	66	0	0	0
Minority interests	(623)	(848)	(1,558)	(2,077)	(2,433)
Extraordinary items	250	(222)	0	0	0
NET PROFIT	5,269	6,457	8,230	10,970	12,850
Normalized profit	5,018	6,680	8,230	10,970	12,850
EPS (Bt)	1.7	1.9	1.9	2.6	3.0
Normalized EPS (Bt)	1.6	2.0	1.9	2.6	3.0

We foresee a strong earnings growth outlook in 2022-23F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	35,383	62,919	68,435	59,490	49,155
Cash & cash equivalent	4,959	32,886	30,000	20,000	10,000
Account receivables	15,198	16,334	20,908	21,775	21,776
Inventories	13,276	12,760	16,325	16,463	16,127
Others	1,950	939	1,202	1,252	1,252
Investments & loans	787	829	829	829	829
Net fixed assets	82,864	87,271	99,726	102,039	99,440
Other assets	20,479	21,410	20,597	20,597	20,597
Total assets	139,513	172,429	189,586	182,956	170,022
LIABILITIES:					
Current liabilities:	54,014	43,237	44,770	35,748	22,259
Account payables	10,059	10,365	13,261	13,373	13,100
Bank overdraft & ST loans	40,959	15,080	25,290	17,557	6,590
Current LT debt	2,184	16,302	5,058	3,511	1,318
Others current liabilities	813	1,489	1,162	1,306	1,251
Total LT debt	16,318	12,052	20,232	14,046	5,272
Others LT liabilities	6,365	7,300	7,978	8,309	8,310
Total liabilities	76,697	62,588	72,981	58,103	35,841
Minority interest	19,864	21,103	22,661	24,738	27,171
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	3,126	4,293	4,293	4,293	4,293
Share premium	1,935	40,860	40,860	40,860	40,860
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(4,260)	(3,592)	(3,592)	(3,592)	(3,592)
Retained earnings	42,151	47,177	52,384	58,554	65,449
Shareholders' equity	42,952	88,738	93,945	100,115	107,010
Liabilities & equity	139,513	172,429	189,586	182,956	170,022

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	6,637	8,463	11,516	15,350	17,980
Tax paid	(974)	(719)	(1,644)	(2,176)	(2,740)
Depreciation & amortization	5,991	7,183	7,618	7,659	7,701
Chg In working capital	(390)	(313)	(5,243)	(893)	62
Chg In other CA & CL / minorities	6,629	3,308	(674)	(32)	(12)
Cash flow from operations	17,893	17,923	11,573	19,908	22,990
Capex	(30,476)	(11,591)	(20,072)	(9,973)	(5,102)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	215	5	0	0	0
LT loans & investments	(41)	(42)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(14,017)	(1,447)	1,491	331	1
Cash flow from investments	(44,318)	(13,076)	(18,581)	(9,642)	(5,101)
Debt financing	31,244	(16,249)	7,146	(15,466)	(21,934)
Capital increase	1,563	40,092	0	0	0
Dividends paid	(1,958)	(1,979)	(3,023)	(4,800)	(5,955)
Warrants & other surplus	(2,363)	1,216	0	0	0
Cash flow from financing	28,486	23,079	4,123	(20,266)	(27,889)
Free cash flow	(12,583)	6,332	(8,499)	9,935	17,888

FCF generation to improve next year due to lower capex

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	42.2	34.0	35.3	26.5	22.6
Normalized PE - at target price (x)	39.2	31.6	32.9	24.7	21.0
PE (x)	40.2	35.1	35.3	26.5	22.6
PE - at target price (x)	37.4	32.7	32.9	24.7	21.0
EV/EBITDA (x)	19.5	14.4	15.8	13.1	11.6
EV/EBITDA - at target price (x)	18.4	13.4	14.8	12.2	10.8
P/BV (x)	4.9	3.3	3.1	2.9	2.7
P/BV - at target price (x)	4.6	3.0	2.9	2.7	2.5
P/CFO (x)	11.8	12.7	25.1	14.6	12.7
Price/sales (x)	3.3	3.1	2.4	2.4	2.4
Dividend yield (%)	0.2	0.7	1.4	1.9	2.2
FCF Yield (%)	(5.9)	2.8	(2.9)	3.4	6.2
(Bt)					
Normalized EPS	1.6	2.0	1.9	2.6	3.0
EPS	1.7	1.9	1.9	2.6	3.0
DPS	0.1	0.5	1.0	1.3	1.5
BV/share	13.7	20.7	21.9	23.3	24.9
CFO/share	5.7	5.4	2.7	4.6	5.4
FCF/share	(4.0)	1.9	(2.0)	2.3	4.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	2.1	4.2	28.0	4.1	0.0
Net profit (%)	(13.1)	22.6	27.5	33.3	17.1
EPS (%)	(13.1)	14.4	(0.5)	33.3	17.1
Normalized profit (%)	(15.1)	33.1	23.2	33.3	17.1
Normalized EPS (%)	(15.1)	24.2	(3.9)	33.3	17.1
Dividend payout ratio (%)	6.6	29.9	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	19.6	21.0	21.0	23.5	25.1
Operating margin (%)	8.6	10.0	10.2	12.7	14.3
EBITDA margin (%)	15.3	17.8	16.6	18.9	20.5
Net margin (%)	6.3	8.0	8.2	10.5	12.4
D/E (incl. minor) (x)	0.9	0.4	0.4	0.3	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	0.9	0.1	0.2	0.1	0.0
Interest coverage - EBIT (x)	4.4	6.4	6.8	9.9	19.7
Interest coverage - EBITDA (x)	7.8	11.4	11.2	14.7	28.4
ROA - using norm profit (%)	4.3	4.3	4.5	5.9	7.3
ROE - using norm profit (%)	12.0	10.1	9.0	11.3	12.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	13.4	11.3	10.7	13.4	14.8
- asset turnover (x)	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7
- operating margin (%)	9.4	10.7	11.2	13.7	15.3
- leverage (x)	2.8	2.4	2.0	1.9	1.7
- interest burden (%)	79.2	85.4	86.7	90.6	95.3
- tax burden (%)	84.2	88.2	85.0	85.0	85.0
WACC (%)	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
ROIC (%)	9.8	8.4	10.4	11.7	13.0
NOPAT (Bt m)	6,454	8,211	10,281	13,344	14,991
invested capital (Bt m)	97,453	99,286	114,524	115,229	110,190

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 133 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2204A, AOT16C2112A, AOT16C2202A, BAM16C2204A, BAM16C2112A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2204A, BBL16C2201A, BBL16C2203A, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BGRI16C2112A, CBG16C2204A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2112A, CHG16C2202A, COM716C2112A, COM716C2203A, CPAL16C2204A, CPAL16C2112A, CPAL16C2203A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2112A, DOHO16C2202A, DTAC16C2112A, EA16C2201A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2112A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2201A, KTC16C2112A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2204A, MINT16C2112A, MINT16C2203A, MTC16C2204A, MTC16C2112A, MTC16C2202A, OR16C2112A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTT16C2203A, PTTE16C2112A, PTTE16C2203A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016C2112D, S5016C2203A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112C, S5016P2112D, S5016P2203A, SAWA16C2204A, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCC16C2112A, SCGP16C2201A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2203A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2201A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TU16C2204A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTTEP, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASC, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อย่างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

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

บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล 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 มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอติวีณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิปเมเนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิปเมเนท์ 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 นิจารุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลังงาน , บีโตร์เคมี, กระดาษ
จักร เรื่องสิทธิปัญญา
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, เติมน้ำมัน
พัทธดนย์ บุญนา
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย
พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันทึ
รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรัชชา ศรทรง
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
ภัทรวลดี หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชานันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
naripom.kla@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ คุณเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงไสกกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุลศล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร
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