

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 65.00

(From: Bt 64.00)

28 MARCH 2022

Upside : 17.6%

Central Pattana Pcl (CPN TB)

ส่วนลดค่าเช่าลดลง

จำนวนผู้มาใช้บริการศูนย์การค้าของ CPN แข็งแกร่งกว่าที่คาดในช่วง YTD ทำให้ส่วนลดค่าเช่าลดลงอย่างรวดเร็วมาอยู่ที่ระดับสิบปลายๆ และเราคาดว่าส่วนลดจะหายไป 1Q23F และมีกำไรสุทธิมากกว่าปี 2019 ในปี 2023F CPN เป็นหุ้นที่ไม่แพงและฟื้นตัวหลังโควิด และราคาหุ้นต่ำกว่าจุดสูงสุดในปี 2019 ถึง 31%



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

จำนวนผู้มาใช้บริการแข็งแกร่ง

แม้ว่าผู้ติดเชื้อโควิดในประเทศไทยจะเพิ่มขึ้น แต่จำนวนผู้มาใช้บริการในศูนย์การค้าในประเทศ 35 แห่ง ของ CPN อยู่ที่ 70-80% ของระดับก่อนเกิดโรคระบาด ยังคงทรงตัวจาก 4Q21 แต่เพิ่มขึ้น y-y จาก 65% ใน 1Q21 เนื่องจากอัตราการฉีดวัคซีนเพิ่มขึ้น และมีวัคซีนเข็มกระตุ้นพร้อมฉีด คนไทยจึงมีความมั่นใจในการออกไปข้างนอกมากขึ้น และเริ่มกลับมาใช้ชีวิตตามปกติ ภายใต้สถานการณ์ปัจจุบัน เราไม่คาดว่าจะการล็อกดาวน์จะเกิดขึ้น ดังนั้นจำนวนผู้มาใช้บริการในศูนย์การค้า และค่าเช่าจะกลับมาเป็นปกติ ซึ่งเราคาดการณ์ไว้ในปีหน้าพร้อมกับนักท่องเที่ยวต่างชาติที่กลับมาจากการผ่อนคลายข้อจำกัดการเดินทาง

ส่วนลดค่าเช่าลดลง

ส่วนลดค่าเช่าลดลงเหลืออยู่ที่ระดับสิบปลายๆ ในช่วง YTD โดยลดลงจาก 29% ใน 4Q21 และ 30% ใน 1Q21 ซึ่งเร็วกว่าที่เราคาดไว้ก่อนหน้านี้ที่ 25% ใน 1Q22F พิจารณาตามผู้เช่า ร้านไอทีและเทคโนโลยี่ ซึ่งคิดเป็น 12% ของพื้นที่ค้าปลีกทั้งหมด มีการฟื้นตัวของยอดขายมากที่สุด ด้วยฟื้นตัวกลับมาสู่หรือบางส่วนสูงกว่าระดับก่อนเกิดโควิด ร้านอาหาร และแฟชั่น ซึ่งแต่ละกลุ่มคิดเป็นหนึ่งในสามของพื้นที่ทั้งหมด กลับมาที่ 80% ของยอดขายปกติ ขณะที่ Education, entertainment และโรงภาพยนตร์ พื้นที่ตัวหลักที่ 60-70% ของระดับปกติ เพื่อสะท้อนให้เห็นถึงส่วนลดค่าเช่าที่ลดลงเร็วขึ้น ปัจจุบันเราจึงคาดว่าส่วนลดค่าเช่าจะลดลงเหลือ 12.5% ในปีนี้ (34% และ 39% ในปี 2020-21) และค่าเช่าเพิ่มขึ้น 5% ในปี 2023F และ 10% ในปี 2024F เทียบกับค่าเช่าในปี 2019

ศูนย์การค้าแห่งใหม่ทำกำไรได้อย่างรวดเร็ว

CPN เปิดศูนย์การค้าใหม่ 2 แห่งใน 4Q21 ที่ศรีราชา และอยุธยา โดยมีอัตราการเช่าเพิ่มขึ้นเป็น 80-85% และเริ่มทำกำไรตั้งแต่ 1Q22F การเข้าซื้อกิจการ SF - ผู้พัฒนาคอมมูนิตี้มอลล์ ด้วยมีคอมมูนิตี้มอลล์ 18 แห่ง และร่วมทุน 49% ในศูนย์การค้าระดับภูมิภาคอย่างเมกะบางนา ยังเป็นการลงทุนที่ทำกำไรเช่นกัน การเข้าซื้อกิจการตั้งแต่เดือนกันยายนปีที่แล้ว SF ทำกำไรให้ 180 ลบ. หรือ 2.5% ของกำไรสุทธิปี 2021 ของ CPN ด้วยทำกำไรให้เต็มปี และเมกะบางนาฟื้นตัวกลับสู่ภาวะปกติได้อย่างรวดเร็ว เราจึงคาดว่า SF จะมีกำไรเพิ่มขึ้นเป็น 495 ลบ./572 ลบ./617 ลบ. ในปี 2022-24F หรือ 5.4/4.7/4.4% ของกำไรสุทธิของ CPN

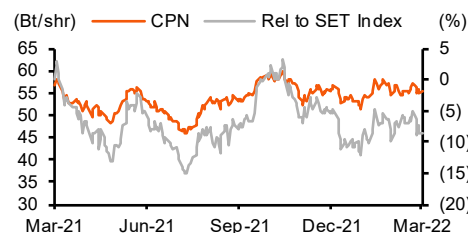
ซื้อขายที่ Valuation ที่ต่ำกว่าในปี 2019 อย่างมาก

ด้วยการปรับเพิ่มกำไรขึ้น 9% และ 6% ในปี 2022-23F จากส่วนลดค่าเช่าที่ลดลงเร็วกว่าที่คาด ราคาเป้าหมายจึงเพิ่มขึ้น 2% เป็น 65 บาท (เดิม 64 บาท) เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" CPN จากการฟื้นตัวที่แข็งแกร่งหลังโควิด โดยคาดว่ากำไรปกติต่อหุ้นจะเติบโต 124% และ 40% ในปี 2022-23F ขณะที่เราคาดว่ากำไรสุทธิจะมากกว่าปี 2019 ในปี 2023F ราคาปัจจุบันต่ำกว่าระดับสูงสุดของปี 2019 ที่ 80.5 บาท อยู่ 31% การซื้อขายที่ PE (กำไรสุทธิ) ที่ 26.9 เท่า/20.2 เท่า ในปี 2022-23F นั้นไม่แพง เทียบกับ 30 เท่า ในปี 2015-19

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	24,515	32,507	39,007	43,454
Net profit	7,148	9,201	12,246	13,952
Consensus NP	—	9,084	11,329	13,084
Diff frm cons (%)	—	1.3	8.1	6.6
Norm profit	3,379	7,570	10,614	12,592
Prev. Norm profit	—	6,938	9,971	12,518
Chg frm prev (%)	—	9.1	6.5	0.6
Norm EPS (Bt)	0.8	1.7	2.4	2.8
Norm EPS grw (%)	(35.7)	124.0	40.2	18.6
Norm PE (x)	73.4	32.8	23.4	19.7
EV/EBITDA (x)	26.2	18.6	14.8	12.8
P/BV (x)	3.4	3.1	2.8	2.6
Div yield (%)	1.1	1.5	2.0	2.3
ROE (%)	4.8	9.9	12.8	13.8
Net D/E (%)	92.2	85.3	74.9	66.7

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 28-Mar-22 (Bt)	55.25
Market Cap (US\$ m)	7,344.8
Listed Shares (m shares)	4,488.0
Free Float (%)	62.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	16.2
12M Price H/L (Bt)	60.00/45.75
Sector	PROP
Major Shareholder	Central Holding Co., Ltd 26.21%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: Key Assumption Changes

	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
SS rental revenue growth (%)													
New	(34)	(8)	44	20	5	2	2	2	2	2	2	2	2
Old	(34)	(11)	40	22	10	2	2	2	2	2	2	2	2
Rent discounts (increases) vs 2019 (%)													
New	34	39	13	(5)	(10)	(12)	(15)	(17)	(19)	(22)	(24)	(27)	(29)
Old	34	41	18	(1)	(11)	(13)	(15)	(17)	(20)	(22)	(25)	(27)	(30)
SF's profit contribution													
New	0	180	495	572	617	636	655	674	695	715	737	759	782
Old	0	54	398	616	628	641	654	667	680	694	708	722	736
Normalized profit (Bt m)													
New	5,258	3,379	7,570	10,614	12,592	13,193	14,790	15,482	16,538	17,839	18,972	20,525	22,199
Old	5,258	2,637	6,938	9,971	12,518	12,692	14,413	15,377	16,476	17,434	18,862	20,455	22,124
Change (%)	0.0	28.2	9.1	6.5	0.6	3.9	2.6	0.7	0.4	2.3	0.6	0.3	0.3
Net profit (Bt m)													
New	9,557	7,148	9,201	12,246	13,952	13,873	14,790	15,482	16,538	17,839	18,972	20,525	22,199
Old	9,557	7,497	8,569	11,603	13,878	13,372	14,413	15,377	16,476	17,434	18,862	20,455	22,124
Change (%)	0.0	(4.7)	7.4	5.5	0.5	3.7	2.6	0.7	0.4	2.3	0.6	0.3	0.3

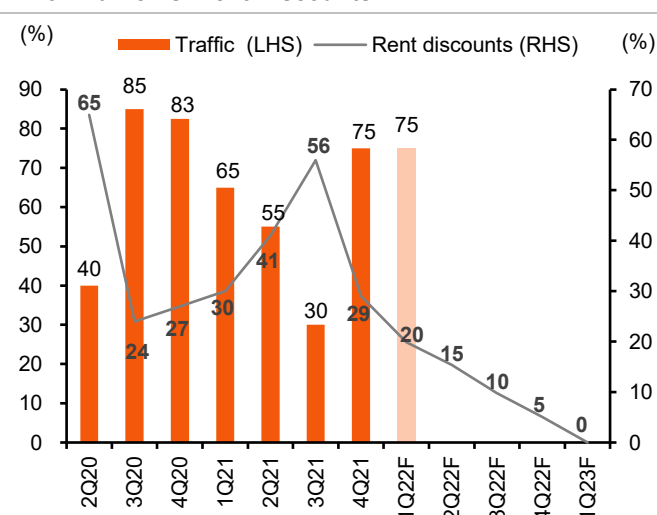
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Our Sum-of-the-parts Valuation

SOTP valuation				(Bt m)
Risk-free rate (Rf) (%)	2.5	Total present value of FCF		342,229
Market risk premium (Rm-Rf) (%)	8.0	Less: net debt		75,664
Beta	0.80	Less: minority interest		8,973
Cost of equity (Ke) (%)	8.9	Equity value		257,592
After-tax cost of debt (Kd) (%)	1.4	No of shares (end-2022F) (m)		4,488
Debt to total assets (%)	29.9	Equity value/share (Bt/share)		57.40
WACC (%)	6.7	plus Value of CPNREIT (30.3%-owned) (Bt/CPN share)		3.55
		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)		65.00

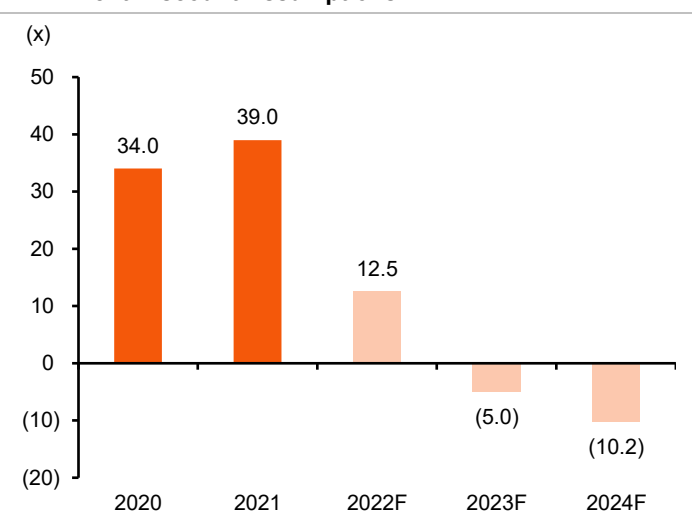
Source: Thanachart estimates

Ex 3: Traffic Vs. Rent Discounts



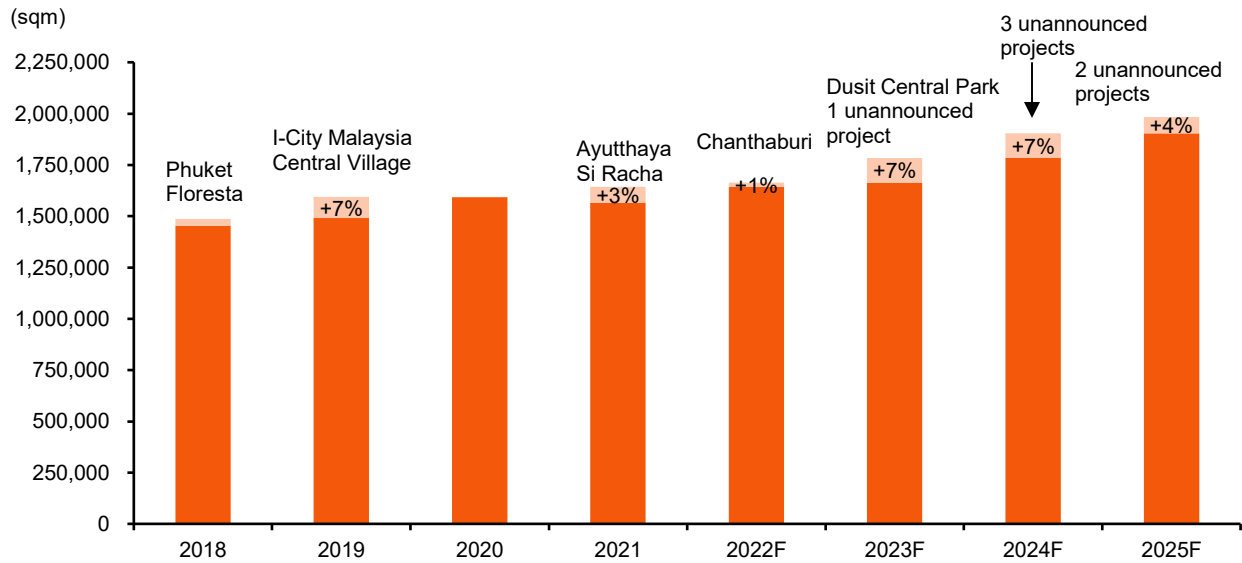
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Rent Discount Assumptions



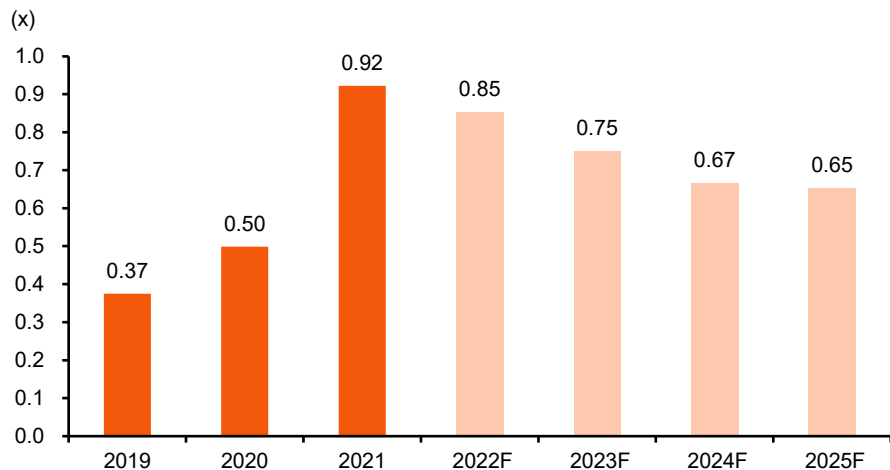
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Our New Mall Assumptions



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Net D/E



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: SF's Assets

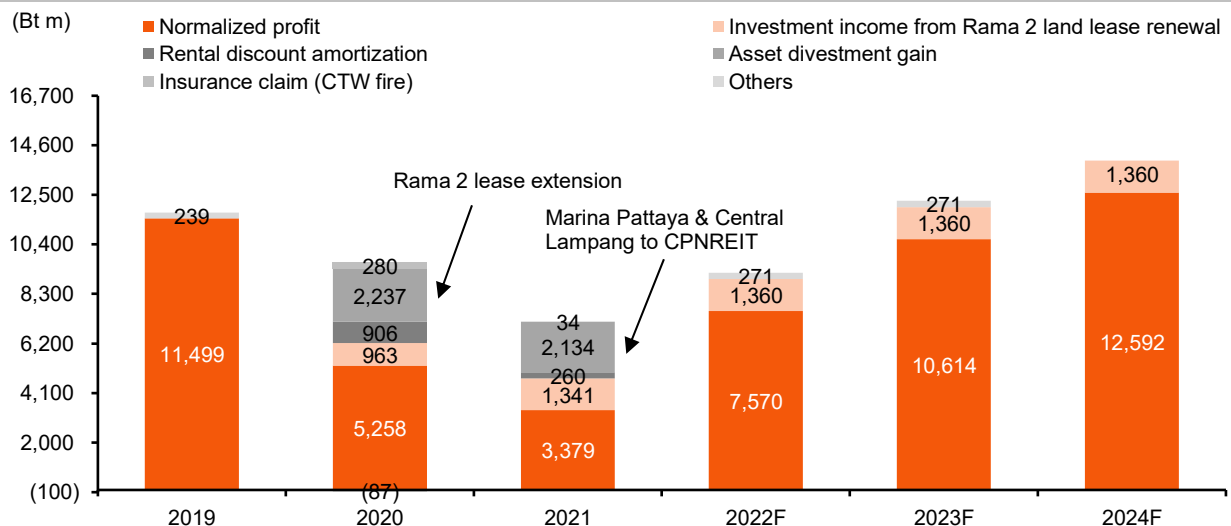
Shopping center	No of malls	GLA (sqm)	Project
Neighborhood center	8	50,502	1. Market Place Bangbon 2. Market Place Pracha Utit 3. Market Place Sukhaphiban 3 4. Market Place Thonglor 5. Market Place Nanglinchee 6. Market Place Nawamin (Sukhaphiban 1) 7. Market Place Dusit 8. Market Place Krungthep Kreetha 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 Ratchadaphisek
Super regional mall	1	201,491 (49% JV)	1. Megabangna
Total	19	332,254	

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: SF's Profit

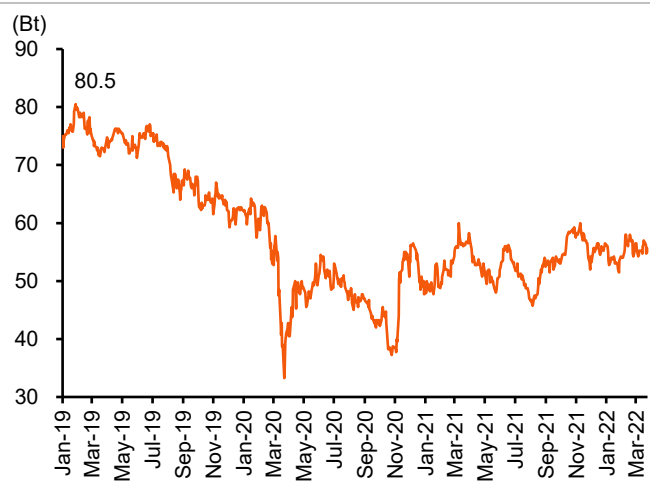
(Bt m)	2017	2018	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	2022F	2023F	2024F
Recurring profit (cost method)	499	482	616	398	99	50	(92)	150	208	495	572	617
- Community malls	130	88	114	(28)	(10)	(27)	(93)	8	(123)	35	70	100
- Profit from JV (Megabangna)	369	394	502	426	109	77	2	143	330	460	502	517
Net profit	1,841	1,654	2,031	2,083					1,332			

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Net Profit Estimates

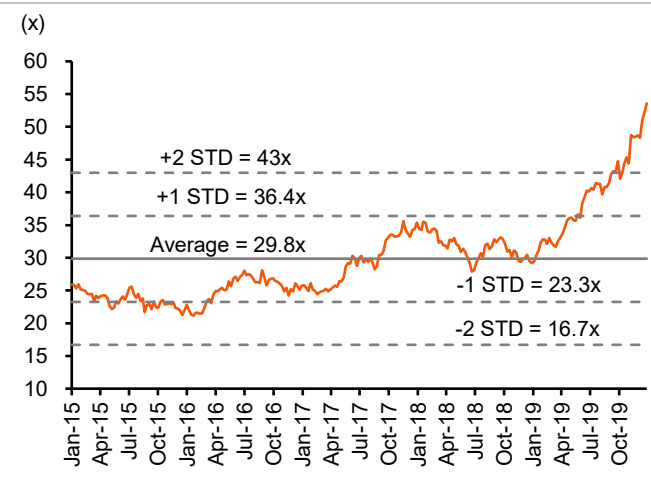
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: CPN's Share Price



Source: Bloomberg

Ex 11: CPN's PE Band



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 12: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. yield	
			22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Marks & Spencer	MKS LN	Britain	na	(12.3)	6.7	7.7	1.1	1.0	4.9	5.1	0.0	0.6
J Sainsbury PLC	SBRY LN	Britain	109.1	(0.4)	10.4	10.5	0.8	0.8	5.2	5.2	6.1	5.1
Tesco	TSCO LN	Britain	110.8	1.4	11.9	11.7	1.5	1.4	7.1	7.0	3.2	4.2
Carrefour SA	CA FP	France	20.4	13.6	11.2	9.9	1.4	1.2	5.9	5.5	2.9	3.2
Casino Guichard	CO FP	France	36.8	22.6	8.6	7.0	0.6	0.6	6.6	6.4	4.0	1.2
L'Oreal SA	OR FP	France	15.4	8.6	35.2	32.4	7.1	6.6	22.4	20.9	1.3	1.5
Alimentation Couche	ATD/B CN	Canada	6.7	2.2	na	na	na	na	10.3	10.5	na	na
Aeon	8267 JP	Japan	na	145.1	193.7	79.0	2.4	2.4	9.1	8.4	1.3	1.3
Kao Corporation	4452 JP	Japan	(0.3)	12.1	19.8	17.6	2.4	2.3	9.4	8.7	2.9	2.9
Lion Corporation	4912 JP	Japan	(7.4)	2.7	19.8	19.2	1.5	1.4	7.5	6.9	1.7	1.8
Shiseido Co. Ltd	4911 JP	Japan	42.0	56.3	48.8	31.2	4.4	4.0	17.1	13.1	0.8	1.4
Lawson	2651 JP	Japan	106.9	22.8	26.1	21.3	1.8	1.7	3.9	3.7	3.1	3.1
Seven & I Holdings	3382 JP	Japan	36.2	33.6	22.7	17.0	1.8	1.7	8.9	7.6	1.8	1.8
Lotte Corp	004990 KS	South Korea	17.7	29.1	9.2	7.1	0.4	0.4	12.5	12.5	3.4	3.9
Shinsegae	004170 KS	South Korea	10.6	16.7	7.6	6.5	0.6	0.6	7.2	6.7	0.7	0.8
Amore Pacific Group	002790 KS	South Korea	(27.5)	13.5	23.1	20.4	1.2	1.1	5.8	4.9	1.1	1.0
Best Buy Co Inc	BBY US	USA	(9.9)	18.5	10.7	9.0	7.7	7.2	5.5	5.0	2.3	2.9
Wal-Mart Stores	WMT US	USA	6.0	7.4	21.1	19.6	4.5	4.0	11.3	10.8	1.5	1.5
Home Depot Inc	HD US	USA	4.5	6.4	19.1	18.0	na	na	13.7	13.2	1.9	2.1
Yonghui Superstores	601933 CH	China	na	84.5	72.1	39.1	2.5	2.3	24.8	17.6	1.2	0.6
Sa International	178 HK	Hong Kong	na	na	na	31.8	4.0	3.8	na	18.7	0.0	0.0
Dairy Farm Intl Hldgs	DFI SP	Hong Kong	40.8	38.4	19.1	13.8	2.8	2.6	9.4	8.0	3.5	4.4
President Chain Store	2912 TT	Taiwan	23.4	9.4	24.1	22.1	7.0	6.6	11.7	11.3	3.0	3.5
7-Eleven Malaysia	SEM MK	Malaysia	129.6	12.9	23.5	20.9	13.3	10.4	7.7	8.0	1.8	2.0
Berli Jucker *	BJC TB	Thailand	25.7	9.5	29.8	27.2	1.2	1.2	14.0	13.3	1.7	1.8
COM7 *	COM7 TB	Thailand	28.4	22.5	30.6	25.0	13.6	11.1	21.5	17.8	1.5	3.3
CP All *	CPALL TB	Thailand	121.5	43.0	33.7	23.6	5.2	4.6	15.1	12.7	1.5	2.1
Central Pattana *	CPN TB	Thailand	124.0	40.2	32.8	23.4	3.1	2.8	18.6	14.8	1.5	2.0
Central Retail Corp. *	CRC TB	Thailand	na	55.3	54.1	34.8	4.2	3.9	11.5	10.0	0.7	1.1
Siam Global House *	GLOBAL TB	Thailand	15.9	21.4	28.1	23.1	4.9	4.3	22.1	18.3	1.4	1.7
Home Product*	HMPRO TB	Thailand	21.1	20.0	31.1	26.0	8.6	7.9	17.6	15.2	2.6	3.1
Siam Makro *	MAKRO TB	Thailand	16.1	38.6	30.8	22.2	1.4	1.4	37.2	33.1	2.6	3.6
Mc Group *	MC TB**	Thailand	9.6	25.0	14.7	11.7	2.0	2.0	5.2	4.5	6.8	8.5
Average			36.9	25.6	30.0	21.5	3.7	3.3	12.2	11.1	2.2	2.4

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth

Based on 28 March 2022 closing price

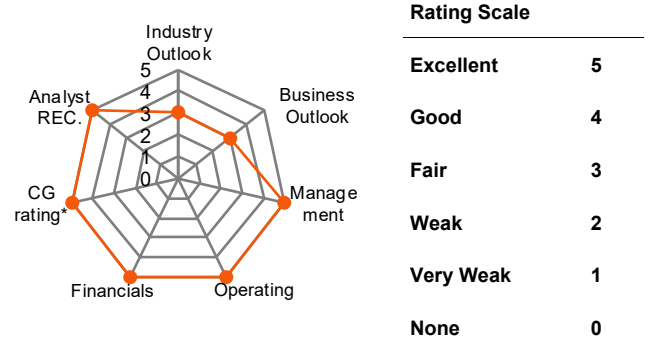
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

CPN เป็นผู้ประกอบการให้บริการศูนย์การค้าที่ใหญ่ที่สุดในประเทศ มีประสบการณ์ในการดำเนินธุรกิจมากกว่า 30 ปี ณ ปัจจุบัน CPN บริหารศูนย์การค้าทั้งหมด 36 แห่ง อาคารสำนักงาน 7 แห่ง โรงแรม 2 แห่ง และ 10 โครงการที่อยู่อาศัย บริษัท เป็นผู้นำในตลาดการพัฒนาโครงการค้าปลีกที่มีส่วนแบ่งทางการตลาดมากที่สุดในตลาดค้าปลีกของกรุงเทพฯ นอกจากนี้ยังลงทุนในสองกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์/REIT ด้วยถือหุ้น 30.3% 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)	62.95	65.00	3%
Net profit 22F (Bt m)	9,084	9,201	1%
Net profit 23F (Bt m)	11,329	12,246	8%
Consensus REC	BUY: 18	HOLD: 5	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิของเราในปี 2022-23F สูงกว่าตลาด 1-8% เนื่องจากเราให้สมมติฐานส่วนลดค่าเช่าที่ลดลงเร็วขึ้น
- ราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าตลาด 3%

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	26,730	24,515	32,507	39,007	43,454
Cost of sales	15,037	14,784	17,393	19,317	20,702
Gross profit	11,693	9,731	15,115	19,690	22,752
% gross margin	43.7%	39.7%	46.5%	50.5%	52.4%
Selling & administration expenses	5,241	5,499	6,176	7,216	7,822
Operating profit	6,452	4,231	8,938	12,473	14,930
% operating margin	24.1%	17.3%	27.5%	32.0%	34.4%
Depreciation & amortization	7,906	8,124	8,476	9,194	9,970
EBITDA	14,359	12,356	17,415	21,667	24,900
% EBITDA margin	53.7%	50.4%	53.6%	55.5%	57.3%
Non-operating income	1,260	1,123	1,267	1,355	1,492
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,865)	(1,790)	(2,151)	(2,115)	(2,075)
Pre-tax profit	5,848	3,564	8,054	11,713	14,347
Income tax	1,301	807	1,772	2,577	3,156
After-tax profit	4,547	2,757	6,282	9,136	11,191
% net margin	17.0%	11.2%	19.3%	23.4%	25.8%
Shares in affiliates' Earnings	772	704	1,379	1,580	1,512
Minority interests	(60)	(81)	(91)	(101)	(111)
Extraordinary items	4,299	3,769	1,631	1,631	1,360
NET PROFIT	9,557	7,148	9,201	12,246	13,952
Normalized profit	5,258	3,379	7,570	10,614	12,592
EPS (Bt)	2.1	1.6	2.1	2.7	3.1
Normalized EPS (Bt)	1.2	0.8	1.7	2.4	2.8

A hiccup in normalized profit in 2020-21 from COVID-19...

....but strong 124% and 40% normalized EPS growth in 2022-23F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	23,765	23,515	28,228	32,003	34,517
Cash & cash equivalent	9,225	6,057	9,516	9,750	9,927
Account receivables	3,571	4,203	1,336	1,603	1,786
Inventories	0	0	0	0	0
Others	10,968	13,255	17,376	20,650	22,805
Investments & loans	9,117	41,038	41,038	41,038	41,038
Net fixed assets	163,224	169,848	182,072	195,678	209,908
Other assets	25,546	29,020	38,482	41,176	40,870
Total assets	221,652	263,421	289,819	309,894	326,333
LIABILITIES:					
Current liabilities:	30,433	43,492	45,732	48,160	49,120
Account payables	664	708	7,148	7,939	8,508
Bank overdraft & ST loans	11,958	17,959	12,714	12,275	11,995
Current LT debt	8,078	14,009	14,409	13,912	13,594
Others current liabilities	9,732	10,817	11,462	14,035	15,023
Total LT debt	27,630	49,753	57,636	55,646	54,378
Others LT liabilities	86,466	88,100	98,269	109,850	117,773
Total liabilities	144,529	181,346	201,638	213,655	221,270
Minority interest	8,333	8,973	9,065	9,166	9,277
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	(932)	(619)	(619)	(619)	(619)
Retained earnings	58,920	62,919	68,933	76,890	85,602
Shareholders' equity	68,790	73,102	79,117	87,073	95,785
Liabilities & equity	221,652	263,421	289,819	309,894	326,333

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	5,848	3,564	8,054	11,713	14,347
Tax paid	(1,739)	(918)	(1,603)	(2,497)	(3,070)
Depreciation & amortization	7,906	8,124	8,476	9,194	9,970
Chg In working capital	(8,810)	(588)	9,307	524	386
Chg In other CA & CL / minorities	7,362	143	(2,645)	425	(107)
Cash flow from operations	10,568	10,326	21,588	19,359	21,526
Capex	(44,248)	(14,748)	(20,700)	(22,800)	(24,200)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	8,216	(31,920)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	30,073	1,957	2,719	10,891	9,955
Cash flow from investments	(5,959)	(44,711)	(17,981)	(11,909)	(14,245)
Debt financing	14,457	34,054	3,038	(2,926)	(1,865)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(3,633)	(3,136)	(3,187)	(4,289)	(5,239)
Warrants & other surplus	(9,262)	300	0	0	0
Cash flow from financing	1,561	31,218	(149)	(7,216)	(7,104)
Free cash flow	(33,680)	(4,422)	888	(3,441)	(2,674)

Despite high capex, we only expect net gearing of 0.67-0.85x in 2022-24F

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	47.2	73.4	32.8	23.4	19.7
Normalized PE - at target price (x)	55.5	86.3	38.5	27.5	23.2
PE (x)	25.9	34.7	26.9	20.2	17.8
PE - at target price (x)	30.5	40.8	31.7	23.8	20.9
EV/EBITDA (x)	19.9	26.2	18.6	14.8	12.8
EV/EBITDA - at target price (x)	23.0	29.7	21.1	16.8	14.5
P/BV (x)	3.6	3.4	3.1	2.8	2.6
P/BV - at target price (x)	4.2	4.0	3.7	3.4	3.0
P/CFO (x)	23.5	24.0	11.5	12.8	11.5
Price/sales (x)	9.3	10.1	7.6	6.4	5.7
Dividend yield (%)	1.3	1.1	1.5	2.0	2.3
FCF Yield (%)	(13.6)	(1.8)	0.4	(1.4)	(1.1)
(Bt)					
Normalized EPS	1.2	0.8	1.7	2.4	2.8
EPS	2.1	1.6	2.1	2.7	3.1
DPS	0.7	0.6	0.8	1.1	1.2
BV/share	15.3	16.3	17.6	19.4	21.3
CFO/share	2.4	2.3	4.8	4.3	4.8
FCF/share	(7.5)	(1.0)	0.2	(0.8)	(0.6)

Sources: Company data, Thanachart estimates

2022F PE (using net profit) of 26.9x is below its 30x 5-year historical average from 2015-19

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(27.2)	(8.3)	32.6	20.0	11.4
Net profit (%)	(18.6)	(25.2)	28.7	33.1	13.9
EPS (%)	(18.6)	(25.2)	28.7	33.1	13.9
Normalized profit (%)	(54.3)	(35.7)	124.0	40.2	18.6
Normalized EPS (%)	(54.3)	(35.7)	124.0	40.2	18.6
Dividend payout ratio (%)	32.9	37.7	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	43.7	39.7	46.5	50.5	52.4
Operating margin (%)	24.1	17.3	27.5	32.0	34.4
EBITDA margin (%)	53.7	50.4	53.6	55.5	57.3
Net margin (%)	17.0	11.2	19.3	23.4	25.8
D/E (incl. minor) (x)	0.6	1.0	1.0	0.9	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.9	0.9	0.7	0.7
Interest coverage - EBIT (x)	3.5	2.4	4.2	5.9	7.2
Interest coverage - EBITDA (x)	7.7	6.9	8.1	10.2	12.0
ROA - using norm profit (%)	2.7	1.4	2.7	3.5	4.0
ROE - using norm profit (%)	7.5	4.8	9.9	12.8	13.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	6.5	3.9	8.3	11.0	12.2
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	28.9	21.8	31.4	35.5	37.8
- leverage (x)	2.8	3.4	3.6	3.6	3.5
- interest burden (%)	75.8	66.6	78.9	84.7	87.4
- tax burden (%)	77.8	77.4	78.0	78.0	78.0
WACC (%)	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7
ROIC (%)	4.9	3.1	4.7	6.3	7.3
NOPAT (Bt m)	5,017	3,273	6,972	9,729	11,646
invested capital (Bt m)	107,232	148,766	154,360	159,156	165,826

Sources: Company data, Thanachart estimates

We expect a swift recovery in earnings growth from this 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 104 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2203A , AMAT16C2206A , AOT16C2204A , AOT16C2206A , AWC16C2207A , BAM16C2204A , BAM16C2206A , BAM16C2207A , BANP16C2204A , BANP16C2205A , BANP16C2207A , BBL16C2203A , BBL16C2204A , BCH16C2203A , BCH16C2207A , BEC16C2204A , BEC16C2207A , BGRI16C2203A , BGRI16C2205A , BLA16C2208A , BLA16C2205A , CBG16C2204A , CBG16C2205A , CBG16C2207A , CHG16C2207A , COM716C2203A , COM716C2205A , CPAL16C2203A , CPAL16C2204A , CPF16C2205A , CRC16C2204A , DELT16C2203A , DOHO16C2207A , DTAC16C2203A , EA16C2203A , EA16C2205A , EA16C2206A , EA16C2207A , GLOB16C2203A , GPSC16C2203A , GPSC16C2205A , GPSC16C2206A , GPSC16C2207A , GULF16C2203A , GULF16C2205A , GULF16C2207A , GUNK16C2203A , GUNK16C2205A , GUNK16C2206A , GUNK16C2207A , HANA16C2204A , HANA16C2205A , HANA16C2207A , INTU16C2205A , IRPC16C2205A , IVL16C2203A , IVL16C2206A , JMAR16C2205A , JMAR16C2206A , JMT16C2203A , JMT16C2205A , JMT16C2207A , KBAN16C2208A , KBAN16C2204A , KCE16C2208A , KCE16C2204A , KCE16C2205A , KCE16C2205B , MEGA16C2207A , MINT16C2203A , MINT16C2204A , MINT16C2207A , MTC16C2204A , OR16C2203A , OR16C2205A , PTG16C2203A , PTT16C2203A , PTT16C2205A , PTTE16C2203A , PTTG16C2207A , RCL16C2205A , RS16C2205A , S5016C2203A , S5016C2203B , S5016C2206A , S5016P2203A , S5016P2203B , S5016P2206A , S5016P2206B , SAWA16C2204A , SAWA16C2205A , SCC16C2204A , STA16C2203A , STEC16C2204A , SYNE16C2206A , TOP16C2206A , TRUE16C2203A , TRUE16C2203B , TRUE16C2205A , TRUE16C2205B , TTA16C2207A , TU16C2204A , WHA16C2204A (underlying securities are ADVANC , AMATA , AOT , AWC , BAM , BANPU , BBL , BCH , BEC , BGRIM , BLA , CBG , CHG , COM7 , CPALL , CPF , CRC , DELTA , DOHOME , DTAC , EA , GLOBAL , GPSC , GULF , GUNKUL , HANA , INTUCH , IRPC , IVL , JMART , JMT , KBANK , KCE , MEGA , MINT , MTC , OR , PTG , PTT , PTTEP , PTTGC , RCL , RS , SAWAD , SCC , SET50 , STA , STEC , SYNEX , TOP , TTA , TU , WHA , TRUE) และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ 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 นิการกุล, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ
พัทธดนย์ บุณนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
สรชดา สรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

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

Thematic Research, กระดาษ
จักร เรืองสินัญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

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

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

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

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

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

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

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

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลินกรณ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

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

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

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

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@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