

BUY (Unchanged)
Change in Numbers

TP: Bt 70.00 (From: Bt 65.00)
Upside : 16.2%

19 MAY 2022

Central Pattana Pcl (CPN TB)

กลับมาฟื้นตัวแข็งแกร่ง

CPN เริ่มฟื้นตัวใน 4Q21 และฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งใน 1Q22 ปัจจุบันเราคาดว่าผลการดำเนินงานจะแข็งแกร่งยิ่งขึ้นจากการกลับมาเปิดประเทศ และกลับสู่ระดับก่อนเกิดโควิดใน 1Q23F คงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 70 บาท



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 70 บาท

กำไรสุทธิ 1Q22 ของ CPN ออกมาดีกว่าที่เราคาดไว้ จากส่วนลดค่าเช่าเฉลี่ยที่ลดลงเร็วกว่าคาดเป็น 16% เทียบกับ 29% ใน 4Q21 และ 39% ในปี 2021 เราปรับสมมติฐานส่วนลดค่าเช่าลงเป็น 10% จาก 12.5% ในปี 2022F หากพิจารณาที่อัตราการเติบโตของค่าเช่า เราคาดว่าจะเติบโตที่ 48/19/5% ในปี 2022-24F เทียบกับ -34/-8% ในปี 2020-21 คาดการณ์เดิมของเราอยู่ที่ 44/20/5% สมมติฐานใหม่ส่งผลให้กำไรเพิ่มขึ้น 7% ต่อปี ในปี 2022-24F และราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้น 8% เป็น 70 บาท (จาก 65 บาท) เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" CPN ด้วยเป็นหุ้นที่พลิกฟื้นหลังวิกฤตโควิด

ฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว

การฟื้นตัวของธุรกิจของ CPN เริ่มต้นใน 4Q21 และฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งใน 1Q22 แม้จะมีการระบาดของโอไมครอน และแนวโน้มการเติบโตน่าจะดำเนินต่อเนื่องไปในไตรมาสต่อไป หลังการกลับมาเปิดประเทศ และทุกโรงเรียนกลับมาเปิดอีกครั้งตั้งแต่เดือนพ.ค. เราคาดว่าธุรกิจจะกลับสู่ระดับก่อนโควิด-19 ใน 1Q23F จำนวนผู้มาใช้บริการในศูนย์การค้าของ CPN ใน 1Q22 อยู่ที่ 75% ของระดับปี 2019 และอัตราการเช่าของ CPN อยู่ที่ 90% ใน 1Q22 เทียบกับ 91% ในปี 2019 เนื่องจากอัตราการเช่าที่สูงอยู่แล้ว ปัจจัยบวกเพิ่มเติมจึงได้แก่ส่วนแบ่งรายได้ที่คาดว่าจะเติบโตตามกิจกรรมทางธุรกิจในศูนย์การค้า ปัจจุบันส่วนแบ่งรายได้ของ CPN คิดเป็น 1 ใน 3 ของรายได้ค่าเช่า ขณะที่คิดเป็น 45% ของ NLA สำหรับการเชื่อมโยงโดยตรงกับริมการเปิดประเทศ CPN มีศูนย์การค้าในประเทศ 7 แห่ง จากทั้งหมด 35 แห่ง อยู่ในสถานที่ท่องเที่ยว และลูกค้าต่างชาติในทุกศูนย์การค้าคิดเป็น 12% ของลูกค้าทั้งหมดในปี 2019

อัปเดตโครงการใหม่

CPN กลับมาขยายศูนย์การค้าอีกครั้งใน 4Q21 โดยมีศูนย์การค้า 2 แห่งที่ศรีราชา และอยุธยา ซึ่งทั้งสองแห่งมีกำไร ด้วยมืออัตราการเช่าในปัจจุบันที่ 79% และ 82% ขณะที่ SF (ถือหุ้น 99.73%) ซึ่งเป็นผู้พัฒนาคอมมูนิตี้มอลล์ที่ CPN เข้าซื้อใน 3Q21 กำลังกลับมาที่ระดับก่อนเกิดโควิด-19 และสร้างกำไรให้ 160 ลบ. หรือ 7% ของกำไร 1Q22 ของ CPN ปีที่ผ่านมา บริษัท บริหารศูนย์การค้า 36 แห่ง และมีแผนจะเพิ่ม 2-3 แห่ง/ปี จนถึงปี 2026 โดยสาขาใหม่ที่จังหวัดบุรีรัมย์จะเปิดในวันที่ 26 พ.ค.นี้ (preleased แล้ว 80%) และตามด้วยเซ็นทรัล เวสต์วิลล์ ในปี 2023F และดุสิต เซ็นทรัลพาร์ค ในปี 2024F เพื่อความมั่งคั่งในยุคปัจจุบัน ศูนย์การค้าของ CPN จึงไม่ได้เป็นเพียงแหล่งช้อปปิ้งเท่านั้น แต่ยังเสนอรูปแบบการดำเนินชีวิต ทั้งการช้อปปิ้ง ทานอาหาร และอาศัย โดยการพัฒนาโครงการแบบ mixed-use ที่ประกอบไปด้วย ศูนย์การค้า สำนักงาน โรงแรม และโครงการที่พักอาศัย

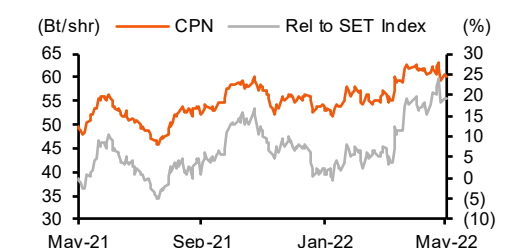
เป็นหุ้นค่าปลีกที่ไม่แพง

เรามองว่า CPN ไม่แพง ซื้อขายที่ 21.5 เท่า PE ในปี 2023F เทียบกับค่าปลีกอื่น อย่าง บมจ. เซ็นทรัล รีเทล คอร์ปอเรชั่น (CRC, "ถือ") ที่ 29.9 เท่า และบมจ. ซีพี ออลล์ (CPALL, "ซื้อ") ที่ 23.6 เท่า ราคาหุ้นของ CPN ยังคงต่ำกว่าระดับสูงสุดในปี 2019 ที่ 80.5 บาท ถึง 25% และเราคาดว่ากำไรในปี 2023F จะมากกว่าระดับก่อนเกิดโควิด 7% เราคาดว่ากำไรปกติต่อหุ้นจะเติบโต 146/34/19% ในปี 2022-24F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	24,515	33,041	39,464	43,934
Net profit	7,148	9,701	12,556	14,601
Consensus NP	—	9,146	11,468	13,218
Diff frm cons (%)	—	6.1	9.5	10.5
Norm profit	3,379	8,313	11,168	13,235
Prev. Norm profit	—	7,570	10,614	12,592
Chg frm prev (%)	—	9.8	5.2	5.1
Norm EPS (Bt)	0.8	1.9	2.5	2.9
Norm EPS grw (%)	(35.7)	146.0	34.3	18.5
Norm PE (x)	80.0	32.5	24.2	20.4
EV/EBITDA (x)	28.0	19.0	15.4	13.3
P/BV (x)	3.7	3.4	3.1	2.8
Div yield (%)	1.0	1.4	1.9	2.2
ROE (%)	4.8	10.9	13.4	14.4
Net D/E (%)	92.2	84.4	73.8	65.1

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 19-May-22 (Bt)	60.25
Market Cap (US\$ m)	7,825.3
Listed Shares (m shares)	4,488.0
Free Float (%)	65.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	17.1
12M Price H/L (Bt)	63.00/45.75
Sector	Property
Major Shareholder	Central Holding Co., Ltd 26.21%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

**กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ**

Ex 1: Key Assumption Changes

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
SS rental revenue growth (%)					
New	(34)	(8)	48	19	5
Old	(34)	(8)	44	20	5
Rent discounts (increases) vs 2019 (%)					
New	34	39	10	(7)	(12)
Old	34	39	13	(5)	(10)
Gross margin - rent (%)					
New	45.0	40.8	49.1	52.0	53.3
Old	45.0	40.8	48.1	51.0	52.1
SF's profit contribution (Bt m)					
New	0	180	639	677	716
Old	0	180	495	572	617
Normalized profit (Bt m)					
New	5,258	3,379	8,313	11,168	13,235
Old	5,258	3,379	7,570	10,614	12,592
Change (%)	0.0	0.0	9.8	5.2	5.1

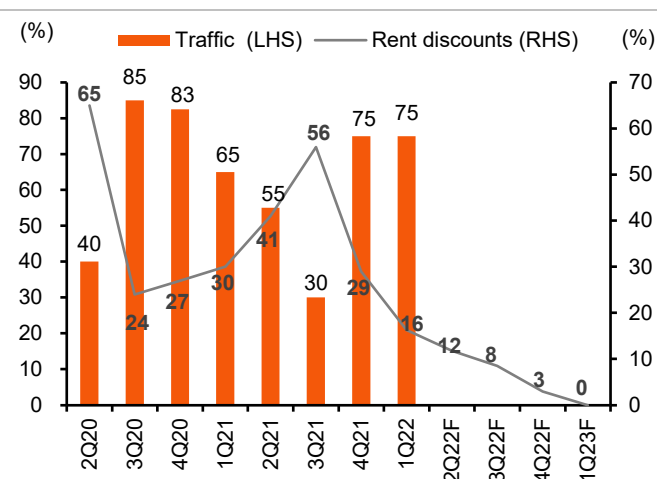
Sources: Company data, Thanachart estimates

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

SOTP valuation			(Bt m)
Risk-free rate (Rf) (%)	2.5	Total present value of FCF	364,716
Market risk premium (Rm-Rf) (%)	8.0	Less: net debt	75,664
Beta	0.96	Less: minority interest	8,973
Cost of equity (Ke) (%)	10.1	Equity value	280,079
After-tax cost of debt (Kd) (%)	1.4	No of shares (end-2022F) (m)	4,488
Debt to total assets (%)	35.0	Equity value/share (Bt/share)	62.41
WACC (%)	7.1	plus Value of CPNREIT (30.3%-owned) (Bt/CPN share)	3.55
		Value of CPNCG (25%-owned) (Bt/CPN share)	0.28
		Value of six land plots (Bt/CPN share)	3.76
		CPN's SOTP-based target price (Bt/share)	70.00

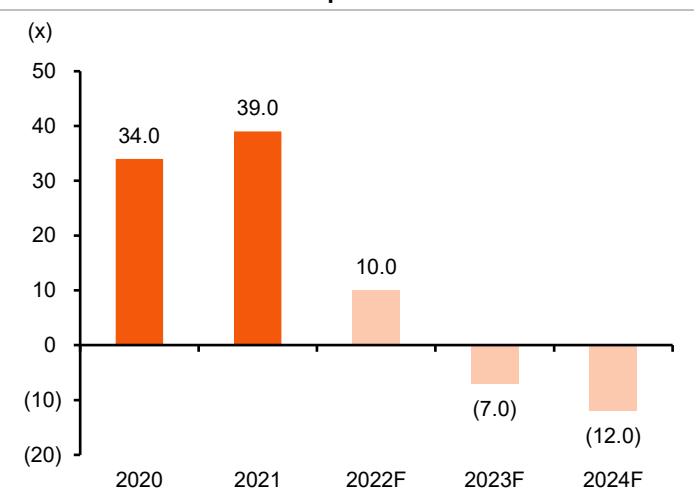
Source: Thanachart estimates

Ex 3: Traffic Vs. Rent Discounts



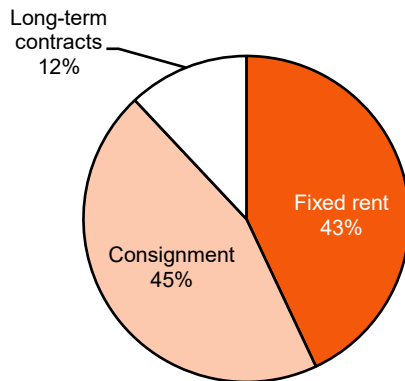
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Rent Discount Assumptions



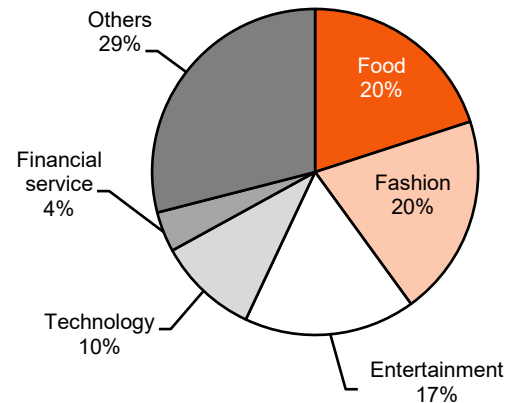
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Rental Contract By NLA (2021)



Source: Company data

Ex 6: Tenant Mix (2021)



Source: Company data

Ex 7: Our Profit Forecasts For SF

(Bt m)	2017	2018	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22	2022F	2023F	2024F
Recurring profit (cost method)	499	482	616	398	99	50	(92)	150	208	160	639	677	716
- Community malls	130	88	114	(28)	(10)	(27)	(93)	8	(123)	25	80	90	100
- Profit from JV (Mega Bangna)	369	394	502	426	109	77	2	143	330	135	559	587	616
Net profit	1,841	1,654	2,031	2,083					1,332				

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: CPN's Share Price



Source: Bloomberg

Valuation Comparison

Ex 9: 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	(16.2)	5.6	6.6	0.9	0.9	4.5	4.8	0.0	0.7
J Sainsbury PLC	SBRY LN	Britain	109.1	(2.2)	9.3	9.5	0.7	0.7	5.3	5.4	6.8	5.7
Tesco	TSCO LN	Britain	110.8	(0.5)	10.7	10.7	1.3	1.1	6.6	6.7	3.5	4.7
Carrefour SA	CA FP	France	21.3	14.4	11.3	9.8	1.4	1.3	5.7	5.3	2.8	3.2
Casino Guichard	CO FP	France	8.4	25.2	11.4	9.1	0.7	0.7	6.6	6.3	3.8	0.9
L'Oreal SA	OR FP	France	17.3	8.3	29.8	27.5	6.5	5.9	19.1	17.7	1.5	1.8
Alimentation Couche	ATD/B CN	Canada	6.9	2.2	na	na	na	na	10.0	10.3	na	na
Aeon	8267 JP	Japan	na	124.1	167.3	74.6	2.1	2.1	8.9	8.3	1.6	1.6
Kao Corporation	4452 JP	Japan	(3.7)	12.0	20.4	18.2	2.4	2.3	10.0	9.1	2.9	3.0
Lion Corporation	4912 JP	Japan	(7.2)	(0.4)	19.3	19.3	1.4	1.4	7.7	7.4	1.8	1.8
Shiseido Co. Ltd	4911 JP	Japan	25.7	64.6	46.1	28.0	3.7	3.4	17.0	12.4	1.0	1.9
Lawson	2651 JP	Japan	105.8	19.4	24.6	20.6	1.7	1.6	3.6	3.3	3.3	3.3
Seven & I Holdings	3382 JP	Japan	36.3	21.8	21.7	17.8	1.7	1.6	8.5	7.4	1.9	1.9
Lotte Corp	004990 KS	South Korea	(4.1)	33.8	11.6	8.7	0.5	0.5	11.0	10.5	3.3	4.6
Shinsegae	004170 KS	South Korea	14.4	17.5	7.2	6.2	0.6	0.6	6.6	6.1	0.7	1.1
Amore Pacific Group	002790 KS	South Korea	(23.7)	32.9	21.5	16.2	1.3	1.2	6.9	5.6	1.2	1.0
Best Buy Co Inc	BBY US	USA	(10.2)	16.8	8.4	7.2	5.9	5.6	4.2	3.9	2.9	3.7
Wal-Mart Stores	WMT US	USA	1.0	8.7	18.9	17.4	3.9	3.6	10.4	9.9	1.8	1.8
Home Depot Inc	HD US	USA	6.4	5.8	17.3	16.3	na	na	12.5	12.2	2.1	2.3
Yonghui Superstores	601933 CH	China	na	65.0	59.4	36.0	3.6	3.3	21.7	16.8	1.1	0.6
Sa International	178 HK	Hong Kong	na	na	na	50.7	3.9	3.6	na	25.5	0.0	0.0
Dairy Farm Intl Hldgs	DFI SP	Hong Kong	41.8	38.8	20.0	14.4	2.9	2.7	9.6	8.3	3.3	4.1
President Chain Store	2912 TT	Taiwan	21.4	9.5	26.6	24.3	7.7	7.2	12.0	11.9	2.8	3.2
7-Eleven Malaysia	SEM MK	Malaysia	129.6	12.9	22.6	20.0	13.0	10.0	7.4	7.7	1.9	2.1
Berli Jucker *	BJC TB	Thailand	47.9	10.7	28.9	26.1	1.2	1.2	14.0	13.6	2.6	2.9
COM7 *	COM7 TB	Thailand	28.4	22.5	26.9	21.9	11.9	9.8	18.9	15.6	1.7	3.7
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	146.0	34.3	32.5	24.2	3.4	3.1	19.0	15.4	1.4	1.9
Central Retail Corp. *	CRC TB	Thailand	na	40.3	42.0	29.9	3.7	3.4	10.2	9.2	1.0	1.3
Siam Global House *	GLOBAL TB	Thailand	15.9	21.4	26.5	21.8	4.6	4.1	21.0	17.3	1.5	1.8
Home Product*	HMPRO TB	Thailand	21.1	20.5	29.1	24.2	8.0	7.4	16.7	14.4	2.7	3.3
Siam Makro *	MAKRO TB	Thailand	16.1	38.6	27.3	19.7	1.3	1.2	33.2	29.5	2.9	4.1
Mc Group *	MC TB**	Thailand	9.6	25.0	14.5	11.6	2.0	1.9	5.1	4.5	6.9	8.6
Average			36.2	24.1	27.5	21.0	3.5	3.2	11.5	10.8	2.3	2.6

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth

Based on 19 May 2022 closing price

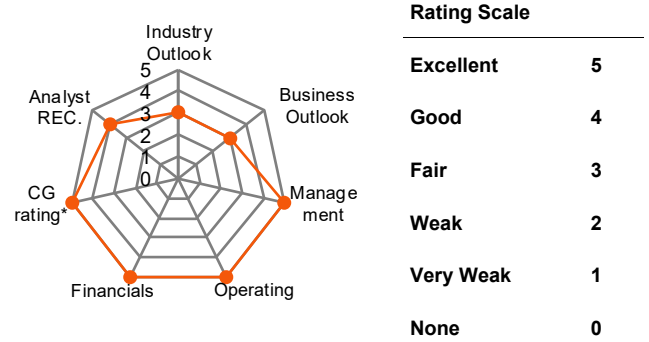
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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 มีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกันมาก 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)	66.66	70.00	5%
Net profit 22F (Bt m)	9,146	9,701	6%
Net profit 23F (Bt m)	11,468	12,556	9%
Consensus REC	BUY: 18	HOLD: 6	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิของเราในปี 2022-23F สูงกว่าตลาด 6-9% เนื่องจากเราให้สมมติฐานส่วนลดค่าเช่าที่ลดลงเร็วขึ้น
- ราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าตลาด 5%

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)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	26,730	24,515	33,041	39,464	43,934
Cost of sales	15,037	14,784	17,071	19,142	20,424
Gross profit	11,693	9,731	15,970	20,322	23,510
% gross margin	43.7%	39.7%	48.3%	51.5%	53.5%
Selling & administration expenses	5,241	5,499	6,278	7,301	7,908
Operating profit	6,452	4,231	9,692	13,021	15,602
% operating margin	24.1%	17.3%	29.3%	33.0%	35.5%
Depreciation & amortization	7,906	8,124	8,476	9,194	9,970
EBITDA	14,359	12,356	18,169	22,215	25,572
% EBITDA margin	53.7%	50.4%	55.0%	56.3%	58.2%
Non-operating income	1,260	1,123	1,251	1,328	1,475
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,865)	(1,790)	(2,121)	(2,062)	(2,032)
Pre-tax profit	5,848	3,564	8,822	12,287	15,044
Income tax	1,301	807	1,941	2,703	3,310
After-tax profit	4,547	2,757	6,881	9,584	11,735
% net margin	17.0%	11.2%	20.8%	24.3%	26.7%
Shares in affiliates' Earnings	772	704	1,523	1,685	1,611
Minority interests	(60)	(81)	(91)	(101)	(111)
Extraordinary items	4,299	3,769	1,388	1,388	1,367
NET PROFIT	9,557	7,148	9,701	12,556	14,601
Normalized profit	5,258	3,379	8,313	11,168	13,235
EPS (Bt)	2.1	1.6	2.2	2.8	3.3
Normalized EPS (Bt)	1.2	0.8	1.9	2.5	2.9

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

....but strong 146% and 34% 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	25,449	30,047	33,598
Cash & cash equivalent	9,225	6,057	6,427	7,527	8,727
Account receivables	3,571	4,203	1,358	1,622	1,806
Inventories	0	0	0	0	0
Others	10,968	13,255	17,665	20,899	23,066
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	39,113	41,717	41,442
Total assets	221,652	263,421	287,672	308,480	325,986
LIABILITIES:					
Current liabilities:	30,433	43,492	44,632	47,320	48,437
Account payables	664	708	7,015	7,867	8,393
Bank overdraft & ST loans	11,958	17,959	12,185	11,848	11,659
Current LT debt	8,078	14,009	13,810	13,427	13,213
Others current liabilities	9,732	10,817	11,622	14,178	15,171
Total LT debt	27,630	49,753	55,239	53,709	52,853
Others LT liabilities	86,466	88,100	99,220	110,664	118,628
Total liabilities	144,529	181,346	199,091	211,692	219,917
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	69,333	77,438	86,608
Shareholders' equity	68,790	73,102	79,517	87,621	96,791
Liabilities & equity	221,652	263,421	287,672	308,480	325,986

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	8,822	12,287	15,044
Tax paid	(1,739)	(918)	(1,764)	(2,625)	(3,223)
Depreciation & amortization	7,906	8,124	8,476	9,194	9,970
Chg In working capital	(8,810)	(588)	9,153	587	343
Chg In other CA & CL / minorities	7,362	143	(2,633)	565	(9)
Cash flow from operations	10,568	10,326	22,054	20,009	22,126
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	2,790	10,592	9,964
Cash flow from investments	(5,959)	(44,711)	(17,910)	(12,208)	(14,236)
Debt financing	14,457	34,054	(488)	(2,250)	(1,259)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(3,633)	(3,136)	(3,287)	(4,451)	(5,431)
Warrants & other surplus	(9,262)	300	0	0	0
Cash flow from financing	1,561	31,218	(3,774)	(6,701)	(6,690)
Free cash flow	(33,680)	(4,422)	1,354	(2,791)	(2,074)

Despite high capex, we only expect net gearing of 0.65-0.84x in 2022-24F

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	51.4	80.0	32.5	24.2	20.4
Normalized PE - at target price (x)	59.7	93.0	37.8	28.1	23.7
PE (x)	28.3	37.8	27.9	21.5	18.5
PE - at target price (x)	32.9	43.9	32.4	25.0	21.5
EV/EBITDA (x)	21.5	28.0	19.0	15.4	13.3
EV/EBITDA - at target price (x)	24.6	31.6	21.4	17.4	15.0
P/BV (x)	3.9	3.7	3.4	3.1	2.8
P/BV - at target price (x)	4.6	4.3	4.0	3.6	3.2
P/CFO (x)	25.6	26.2	12.3	13.5	12.2
Price/sales (x)	10.1	11.0	8.2	6.9	6.2
Dividend yield (%)	1.2	1.0	1.4	1.9	2.2
FCF Yield (%)	(12.5)	(1.6)	0.5	(1.0)	(0.8)
(Bt)					
Normalized EPS	1.2	0.8	1.9	2.5	2.9
EPS	2.1	1.6	2.2	2.8	3.3
DPS	0.7	0.6	0.9	1.1	1.3
BV/share	15.3	16.3	17.7	19.5	21.6
CFO/share	2.4	2.3	4.9	4.5	4.9
FCF/share	(7.5)	(1.0)	0.3	(0.6)	(0.5)

Sources: Company data, Thanachart estimates

2023F PE (using net profit) of 21.5x 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)	34.8	19.4	11.3
Net profit (%)	(18.6)	(25.2)	35.7	29.4	16.3
EPS (%)	(18.6)	(25.2)	35.7	29.4	16.3
Normalized profit (%)	(54.3)	(35.7)	146.0	34.3	18.5
Normalized EPS (%)	(54.3)	(35.7)	146.0	34.3	18.5
Dividend payout ratio (%)	32.9	37.7	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	43.7	39.7	48.3	51.5	53.5
Operating margin (%)	24.1	17.3	29.3	33.0	35.5
EBITDA margin (%)	53.7	50.4	55.0	56.3	58.2
Net margin (%)	17.0	11.2	20.8	24.3	26.7
D/E (incl. minor) (x)	0.6	1.0	0.9	0.8	0.7
Net D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.9	0.8	0.7	0.7
Interest coverage - EBIT (x)	3.5	2.4	4.6	6.3	7.7
Interest coverage - EBITDA (x)	7.7	6.9	8.6	10.8	12.6
ROA - using norm profit (%)	2.7	1.4	3.0	3.7	4.2
ROE - using norm profit (%)	7.5	4.8	10.9	13.4	14.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	6.5	3.9	9.0	11.5	12.7
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	28.9	21.8	33.1	36.4	38.9
- leverage (x)	2.8	3.4	3.6	3.6	3.4
- interest burden (%)	75.8	66.6	80.6	85.6	88.1
- tax burden (%)	77.8	77.4	78.0	78.0	78.0
WACC (%)	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1
ROIC (%)	4.9	3.1	5.1	6.6	7.7
NOPAT (Bt m)	5,017	3,273	7,560	10,156	12,170
invested capital (Bt m)	107,232	148,766	154,324	159,078	165,789

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 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 76 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANP16C2205A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGR16C2205A, BLA16C2205A, BLA16C2208A, CBG16C2205A, CBG16C2207A, CHG16C2207A, COM716C2205A, COM716C2208A, COM716C2209A, CPF16C2205A, DOHO16C2207A, EA16C2205A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, GPSC16C2205A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2205A, GULF16C2207A, GUNK16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2205A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2206A, JMAR16C2205A, JMAR16C2206A, JMT16C2205A, JMT16C2207A, KBAN16C2206A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, KCE16C2208A, KCE16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, OR16C2205A, PTG16C2209A, PTT16C2205A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2205A, RCL16C2208A, RS16C2205A, S016C2206A, S5016C2209A, S5016P2206A, S5016P2206B, S5016P2209A, SAWA16C2205A, SCB16C2208A, SPRC16C2209A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TRUE16C2205A, TRUE16C2205B, TTA16C2207A, TTA16C2208A (underlying securities are AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPF, DOHOME, EA, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MEGA, MINT, OR, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, RS, SET50, SAWAD, SCB, SPRC, SYNEX, TOP, TRUE, TTA). 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 มีส่วนในการถือหุ้น 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 ปทุมไรชมิล 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 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 นางอติวีณ์ ไตรลัคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวานอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566” ที่ออกโดย บริษัท สวานอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบโต
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 เรืองสินภิญญา
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
ภัทรวลลีย์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์
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, บ้าน
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
นลินภรณ์ 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 ลิมาวงษ์ปราณี
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