

HOLD (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 56.00

(From: Bt 63.00)

27 MAY 2022

Upside : 1.4%

SCG Packaging Pcl (SCGP TB)

ยังคงไม่น่าสนใจ

เรายังคงแนะนำ “ถือ” SCGP และปรับราคาเป้าหมายลงเหลือ 56 บาท จาก 63 บาท เนื่องจากค่าขนส่งที่สูงกว่าคาด เรายังคงมองว่า SCGP ไม่น่าสนใจ เนื่องจากการมูลค่าที่สูง และการเติบโตของกำไรที่จำกัดในปี 2022F เราชอบ UTP มากกว่า เนื่องจากอุตสาหกรรมกระดาษบรรจุภัณฑ์มีแนวโน้มที่ดีขึ้น



CHAK REUNGSINPINYA

662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

ความต้องการมีแนวโน้มฟื้นตัว

เราคาดว่าความต้องการกระดาษบรรจุภัณฑ์และกล่องกระดาษแข็งจะเพิ่มขึ้นในภูมิภาค โดยได้แรงหนุนจากการเปิดประเทศ และการผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์อย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะในประเทศจีน ในประเทศไทย เรายังคงเห็นกลไกอุปสงค์-อุปทาน ที่ดีขึ้น ซึ่งจะทำให้ผู้ผลิตสามารถขึ้นราคาได้อีก อย่างไรก็ตาม ที่อื่น ความต้องการที่สูงขึ้นอาจไม่หมายความว่าอำนาจการกำหนดราคาจะสูงขึ้น เนื่องจากมีกำลังการผลิตใหม่เพิ่มเข้ามา

ได้แรงหนุนจากต้นทุน OCC ที่ลดลง

เราเชื่อว่าแรงกดดันต้นทุนที่เลวร้ายสุดได้จบลงแล้ว เนื่องจากราคา OCC (รายการต้นทุนส่วนใหญ่) ค่อยๆ ลดลงจากระดับสูงสุดใน 3Q21 อย่างไรก็ตาม เนื่องจากต้นทุน OCC สูงกว่าสมมติฐานก่อนหน้านี้ของเรา มาก เราจึงปรับเพิ่มสมมติฐานต้นทุน OCC ขึ้น US\$50/tonne เป็น US\$270/tonne ในปี 2022F และ US\$250/tonne ในปี 2023-24F

ยังคงถูกกดดันด้วยต้นทุนในการจัดจำหน่าย

SCGP อาจยังคงถูกกดดันด้วยต้นทุนในการจัดจำหน่าย (โลจิสติกส์) ที่สูง เนื่องจากบริษัท มีการส่งออกในสัดส่วนที่สูง (c.18%) และค่าขนส่งยังคงค่อนข้างสูง ใน 1Q22 ต้นทุนในการจัดจำหน่ายเพิ่มขึ้น 63% y-y และเทียบกับ 6.2% ของยอดขาย แนวโน้มที่สูงขึ้นในช่วงสองปีที่ผ่านมา บ่งบอกว่าบริษัท ไม่สามารถหาวิธีแก้ไขปัญหานี้ได้ อัตราค่าระวางตู้คอนเทนเนอร์ยังคงสูงมากเมื่อเทียบกับระดับในปี 2021 และ 2020 แม้ว่าจะลดลงจากจุดสูงสุดในช่วงที่ผ่านมา เมื่อรวมกับราคาน้ำมันที่พุ่งสูงขึ้นอย่างมาก เราเชื่อว่าต้นทุนการจัดจำหน่ายและโลจิสติกส์จะยังคงเป็นอุปสรรคต่อเนื่องในช่วงที่เหลือของปี 2022F

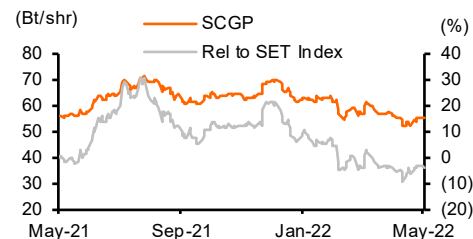
มูลค่ายังคงแพง

แม้ว่าราคาหุ้นจะลดลง 20% YTD แต่เรายังคงมองว่า SCGP ที่ 27 เท่า 2022F และ 21 เท่า 2023F PE นั้นไม่น่าสนใจ เนื่องจากบริษัท มีการเติบโตที่จำกัด การขยายกำลังการผลิต (ในอินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์) ได้เริ่มต้นขึ้นแล้ว ขณะที่การควบรวมกิจการกำลังชะลอตัวลงอย่างมาก (ข้อตกลงที่ประกาศทั้งหมดได้แล้วเสร็จไปแล้ว และมีเพียงข้อตกลงเดียวที่รอดำเนินการ) ด้วยเหตุนี้ การเติบโตของกำไรจึงค่อนข้างจำกัดในปี 2022F ที่ 4% การเติบโตของ EPS ที่ 29% ในปีหน้า คาดว่าจะมาจากต้นทุนที่ลดลง ขณะที่รายได้มีแนวโน้มเติบโตเพียง 2% เราชอบ UTP มากกว่า จากความต้องการกระดาษบรรจุภัณฑ์ที่ดีขึ้น และแนวโน้มอัตรากำไรที่ดีขึ้น UTP ซื้อขายที่ PE เพียง 9 เท่า 2022F และมี EPS เติบโตเฉลี่ยที่ 22% ในปี 2021-23F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	124,223	135,633	138,007	147,123
Net profit	8,294	8,635	11,163	12,805
Consensus NP	—	8,644	9,970	11,559
Diff frm cons (%)	—	(0.1)	12.0	10.8
Norm profit	7,977	8,635	11,163	12,805
Prev. Norm profit	—	10,970	12,850	14,461
Chg frm prev (%)	—	(21.3)	(13.1)	(11.5)
Norm EPS (Bt)	1.9	2.0	2.6	3.0
Norm EPS grw (%)	(6.8)	8.2	29.3	14.7
Norm PE (x)	29.7	27.5	21.2	18.5
EV/EBITDA (x)	14.6	12.4	10.2	9.2
P/BV (x)	2.4	2.3	2.2	2.1
Div yield (%)	1.2	1.8	2.4	2.7
ROE (%)	8.6	8.7	10.6	11.5
Net D/E (%)	28.1	21.5	14.5	7.8

PRICE PERFORMANCE



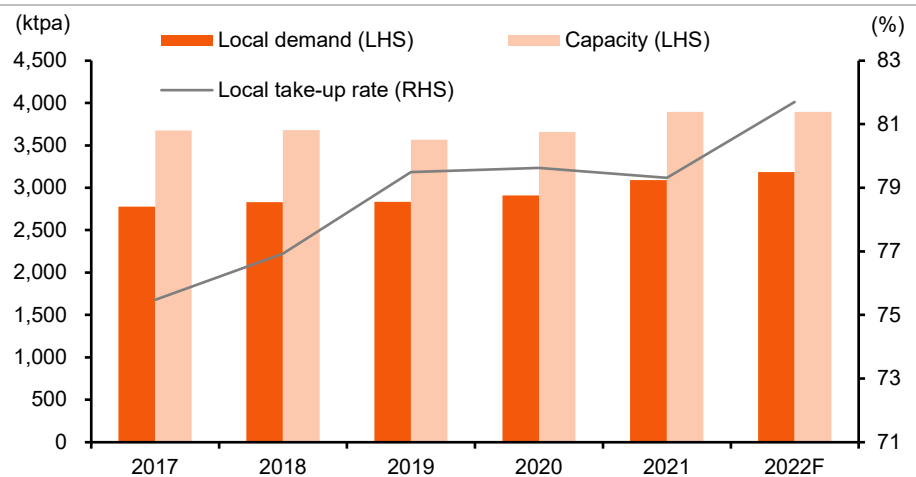
COMPANY INFORMATION

Price as of 27-May-22 (Bt)	55.25
Market Cap (US\$ m)	6,942.5
Listed Shares (m shares)	4,292.9
Free Float (%)	26.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	20.5
12M Price H/L (Bt)	71.25/52.00
Sector	PKG
Major Shareholder	Siam Cement Pcl. 72.12%

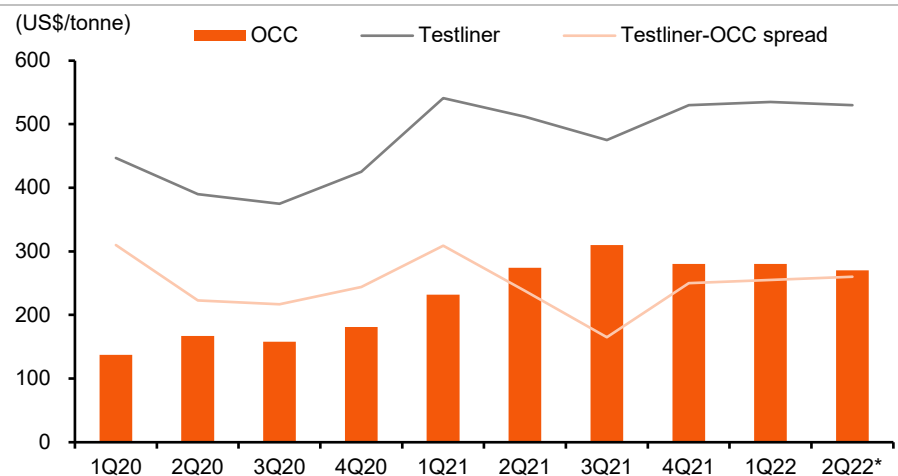
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปซ้ำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

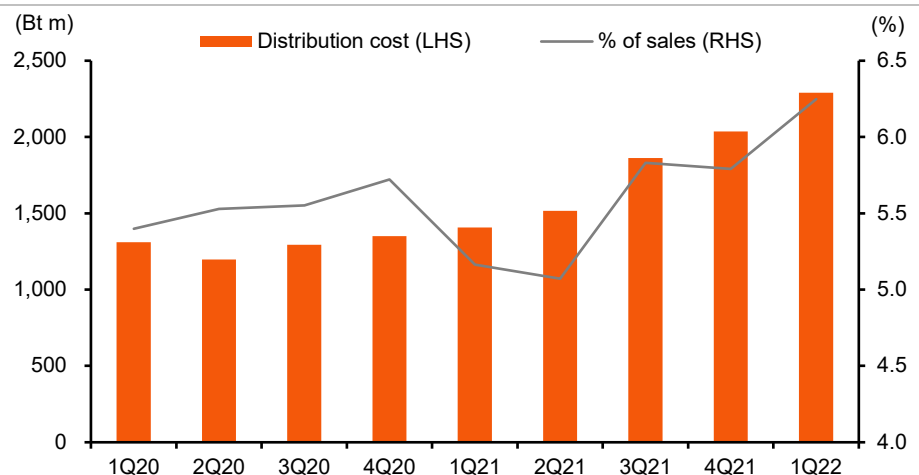
Ex 1: Thailand Packaging Paper Supply-Demand Balance Is Tightening

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Regional OCC And Linerboard Prices And Margin

Sources: Company data, Thanachart estimates

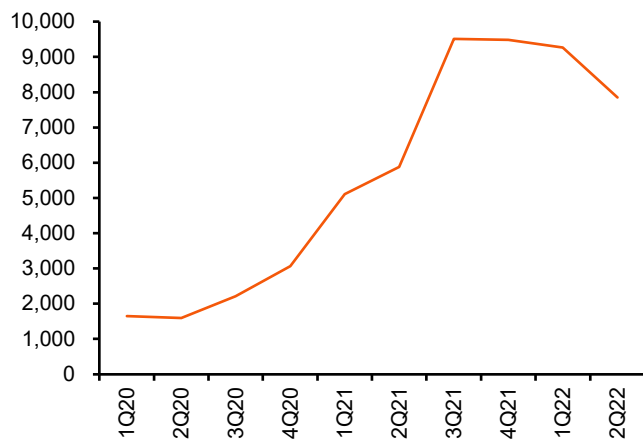
Note: 2Q22 is as of April 2022

Ex 3: Distribution Costs Have Increased Significantly

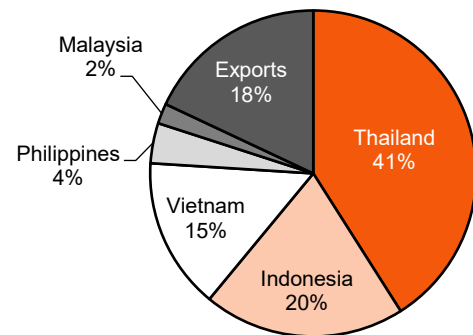
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Container Rates Falling But Still At High Levels

(WCI index)



Source: Bloomberg

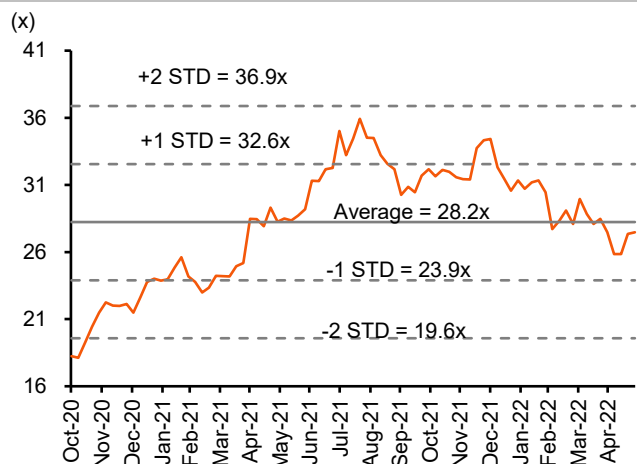
Ex 5: Sales Breakdown By Destination In 1Q22

Source: Company data

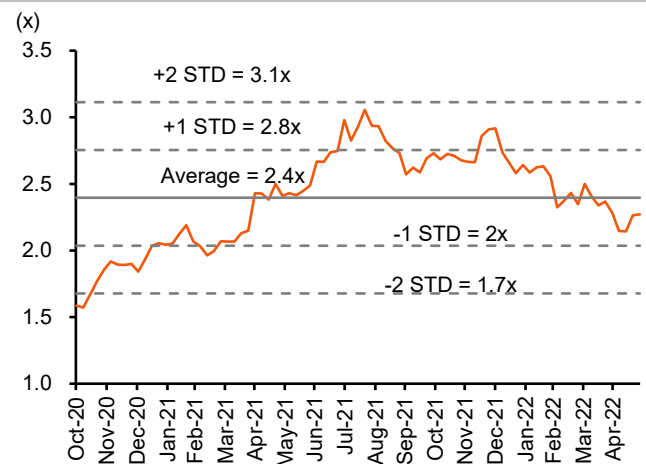
Ex 6: Earnings And TP Revisions

(Bt/shr)	EPS				TP
	2022F	2023F	2024F	2025F	
New	2.01	2.60	2.98	3.23	56.00
Old	2.56	2.99	3.37	3.52	63.00
Change (%)	(21.3)	(13.1)	(11.5)	(8.3)	(11.1)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: SCGP Forward PE

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 8: SCGP Forward P/BV

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 9: 12-month DCF-based Valuation, Using a Base Year Of 2023F

(Bt m)		2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA		25,189	26,995	27,970	28,251	28,537	28,828	29,126	29,430	29,740	30,058	30,382	
Free cash flow		13,686	15,119	19,411	20,196	20,600	21,020	21,458	21,915	22,390	22,887	23,405	358,182
PV of free cash flow		13,182	13,517	15,934	15,324	14,447	13,622	12,853	12,133	11,040	10,382	9,771	149,526
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.0												
WACC (%)	0.0												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	291,731												
Net debt / (cash)	20,051												
Minority interest	30,543												
Equity value	241,136												
# of shares (m)	4,293												
Equity value/share (Bt)	56.2												

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 —	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
Intl Paper Co	IP US	USA	15.3	2.8	10.4	10.1	2.0	1.9	7.5	7.2	4.1	3.9
Westrock Co	WRK US	USA	52.2	12.0	9.4	8.4	1.0	0.9	5.6	5.4	1.8	2.1
Packaging Corp	PKG US	USA	31.3	2.8	13.7	13.3	3.4	2.9	8.4	8.3	2.6	2.7
Domtar Corp	UFS US	USA	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Graphic Packaging	GPK US	USA	82.9	11.7	10.4	9.3	2.8	2.2	8.2	7.7	1.4	1.6
Mondi Plc	MNDI LN	Europe	44.1	(7.5)	7.4	8.0	1.4	1.3	5.9	6.2	4.3	5.1
Stora Enso Oyj-R	STERV FH	Europe	18.1	(14.5)	11.6	13.6	1.3	1.2	7.3	8.3	2.6	3.2
Smurfit Kappa Gr	SKG LN	Europe	27.6	4.4	9.5	9.1	1.7	1.5	6.4	6.2	3.7	4.3
Ds Smith Plc	SMDS LN	Europe	27.7	18.0	10.2	8.7	1.2	1.1	6.4	5.9	3.9	4.8
Billerudkorsnas	BILL SS	Europe	104.3	(9.8)	8.4	9.3	1.2	1.1	5.4	5.6	3.4	4.0
Holmen Ab-B Shs	HOLMB SS	Europe	38.1	(28.0)	20.1	27.9	1.7	1.7	13.3	16.9	1.8	1.8
Reno De Medici Spa	RM IM	Europe	25.4	16.6	na	na	na	na	na	na	na	na
Mayr-Melnhof Karton Ag	MMK AV	Europe	16.5	12.7	13.5	12.0	1.7	1.6	8.0	7.3	2.1	2.5
Oji Holdings Cor	3861 JP	Japan	4.7	5.0	7.0	6.7	0.6	0.6	6.2	6.1	2.5	2.5
Nippon Paper Ind	3863 JP	Japan	na	87.4	15.5	8.3	0.3	0.3	10.8	10.1	4.2	4.2
Hokuetsu Corp	3865 JP	Japan	na	4.9	8.1	7.7	0.4	0.4	6.5	6.3	2.3	4.0
Rengo Co Ltd	3941 JP	Japan	17.7	7.5	5.2	4.9	0.5	0.4	5.6	5.3	3.5	3.5
Nine Dragons Paper	2689 HK	Hong Kong	(28.1)	7.2	6.2	5.8	0.6	0.6	6.0	5.2	7.6	4.3
Lee & Man Paper	2314 HK	Hong Kong	(29.3)	8.5	5.5	5.1	0.5	0.4	5.7	5.3	8.8	6.9
Shandong Chen - A	000488 CH	China	(50.2)	12.4	11.6	10.3	0.8	0.7	9.4	9.3	4.7	2.1
Shandong Sun - A	002078 CH	China	(4.6)	10.8	10.6	9.5	1.5	1.3	8.2	7.4	1.5	1.5
Shanying Intl – A	600567 CH	China	(16.1)	19.8	8.3	6.9	0.7	0.6	10.7	9.3	1.5	2.1
SCG Packaging Pcl	SCGP TB *	Thailand	8.2	29.3	27.5	21.2	2.3	2.2	12.4	10.2	1.8	2.4
United Paper Pcl	UTP TB*	Thailand	23.5	21.4	9.3	7.7	2.4	2.1	6.6	5.4	7.0	8.5
Average			19.5	10.2	10.9	10.2	1.4	1.2	7.7	7.5	3.5	3.5

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 27 May 2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เอสซีจี แพคเกจจิ้ง จำกัด (มหาชน) (SCGP) เป็นบริษัทบรรจุภัณฑ์ชั้นนำในอาเซียน บริษัทฯ ครอบคลุมแบ่งตลาดในตลาดกระดาษบรรจุภัณฑ์ในประเทศไทยเกือบ 50% นอกจากนี้ยังมีส่วนแบ่งตลาดราว 25% หรือมากกว่าในอินโดนีเซีย เวียดนาม และฟิลิปปินส์ อีกด้วย บรรจุภัณฑ์กล่องลูกฟูกมีส่วนแบ่งตลาด 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
- มีประสบการณ์ในการบริหารจัดการและมีการเติบโตของการดำเนินงานที่ดีมาเป็นเวลายาวนาน

O — Opportunity

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

CONSENSUS COMPARISON

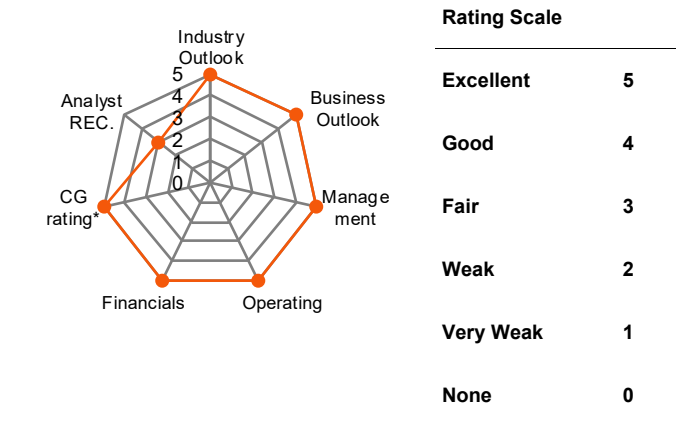
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	65.01	56.00	-14%
Net profit 22F (Bt m)	8,644	8,635	0%
Net profit 23F (Bt m)	9,970	11,163	12%
Consensus REC	BUY: 13	HOLD: 9	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรสุทธิปี 2022F ใกล้เคียงกับตลาด แต่ปี 2023F สูงกว่า เนื่องจากต้นทุนที่อาจลดลง
- อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่า เนื่องจากเราคาดว่าจะมีการ de-rating หลังหุ้นเติบโตลดลง

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



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 ซึ่งจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	92,786	124,223	135,633	138,007	147,123
Cost of sales	73,333	101,345	106,671	104,470	111,364
Gross profit	19,453	22,878	28,962	33,537	35,760
% gross margin	21.0%	18.4%	21.4%	24.3%	24.3%
Selling & administration expenses	10,141	12,575	15,834	16,700	17,160
Operating profit	9,313	10,304	13,129	16,837	18,600
% operating margin	10.0%	8.3%	9.7%	12.2%	12.6%
Depreciation & amortization	7,183	8,315	8,309	8,351	8,395
EBITDA	16,496	18,619	21,438	25,189	26,995
% EBITDA margin	17.8%	15.0%	15.8%	18.3%	18.3%
Non-operating income	602	2,214	1,356	1,380	1,471
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,452)	(1,180)	(1,720)	(1,714)	(1,141)
Pre-tax profit	8,463	11,338	12,766	16,504	18,930
Income tax	1,002	2,065	1,915	2,476	2,840
After-tax profit	7,462	9,273	10,851	14,028	16,091
% net margin	8.0%	7.5%	8.0%	10.2%	10.9%
Shares in affiliates' Earnings	66	57	0	0	0
Minority interests	(848)	(1,353)	(2,216)	(2,865)	(3,286)
Extraordinary items	(222)	317	0	0	0
NET PROFIT	6,457	8,294	8,635	11,163	12,805
Normalized profit	6,680	7,977	8,635	11,163	12,805
EPS (Bt)	1.9	1.9	2.0	2.6	3.0
Normalized EPS (Bt)	2.0	1.9	2.0	2.6	3.0

We see limited earnings growth in 2022F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	62,919	69,186	82,546	72,530	65,998
Cash & cash equivalent	32,886	20,222	30,000	20,000	10,000
Account receivables	16,334	24,910	27,198	27,674	29,502
Inventories	12,760	23,308	24,533	24,027	25,612
Others	939	746	815	829	884
Investments & loans	829	873	873	873	873
Net fixed assets	87,271	97,181	100,534	102,236	102,020
Other assets	21,410	39,583	31,833	31,833	31,833
Total assets	172,429	206,824	215,786	207,472	200,725
LIABILITIES:					
Current liabilities:	43,237	51,977	53,583	43,150	33,036
Account payables	10,365	15,261	16,063	15,732	16,770
Bank overdraft & ST loans	15,080	30,547	28,932	20,026	10,815
Current LT debt	16,302	1,865	5,786	4,005	2,163
Others current liabilities	1,489	4,303	2,802	3,387	3,288
Total LT debt	12,052	22,164	23,146	16,021	8,652
Others LT liabilities	7,300	10,383	9,461	9,627	10,262
Total liabilities	62,588	84,524	86,190	68,797	51,951
Minority interest	21,103	25,463	27,679	30,543	33,829
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	4,293	4,293	4,293	4,293	4,293
Share premium	40,860	40,860	40,860	40,860	40,860
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(3,592)	(875)	(875)	(875)	(875)
Retained earnings	47,177	52,559	57,640	63,854	70,667
Shareholders' equity	88,738	96,837	101,918	108,132	114,945
Liabilities & equity	172,429	206,824	215,786	207,472	200,725

Sources: Company data, Thanachart estimates

Balance sheet size continues to expand with acquisitions and expansion

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	8,463	11,338	12,766	16,504	18,930
Tax paid	(719)	(2,343)	(1,543)	(2,619)	(2,699)
Depreciation & amortization	7,183	8,315	8,309	8,351	8,395
Chg In working capital	(313)	(14,228)	(2,711)	(301)	(2,375)
Chg In other CA & CL / minorities	3,308	7,529	(1,942)	715	(295)
Cash flow from operations	17,923	10,611	14,879	22,650	21,956
Capex	(11,591)	(18,225)	(11,662)	(10,053)	(8,179)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	5	0	0	0	0
LT loans & investments	(42)	(44)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(1,447)	(16,270)	6,828	166	636
Cash flow from investments	(13,076)	(34,539)	(4,834)	(9,888)	(7,543)
Debt financing	(16,249)	11,460	3,288	(17,812)	(18,421)
Capital increase	40,092	0	0	0	0
Dividends paid	(1,979)	(3,522)	(3,554)	(4,950)	(5,992)
Warrants & other surplus	1,216	3,327	0	0	0
Cash flow from financing	23,079	11,265	(266)	(22,762)	(24,413)
Free cash flow	6,332	(7,614)	3,217	12,596	13,777

FCF generation likely to improve

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	27.7	29.7	27.5	21.2	18.5
Normalized PE - at target price (x)	28.1	30.1	27.8	21.5	18.8
PE (x)	28.7	28.6	27.5	21.2	18.5
PE - at target price (x)	29.1	29.0	27.8	21.5	18.8
EV/EBITDA (x)	11.9	14.6	12.4	10.2	9.2
EV/EBITDA - at target price (x)	12.0	14.8	12.5	10.3	9.3
P/BV (x)	2.7	2.4	2.3	2.2	2.1
P/BV - at target price (x)	2.7	2.5	2.4	2.2	2.1
P/CFO (x)	10.3	22.4	15.9	10.5	10.8
Price/sales (x)	2.6	1.9	1.7	1.7	1.6
Dividend yield (%)	0.8	1.2	1.8	2.4	2.7
FCF Yield (%)	3.4	(3.2)	1.4	5.3	5.8
(Bt)					
Normalized EPS	2.0	1.9	2.0	2.6	3.0
EPS	1.9	1.9	2.0	2.6	3.0
DPS	0.5	0.7	1.0	1.3	1.5
BV/share	20.7	22.6	23.7	25.2	26.8
CFO/share	5.4	2.5	3.5	5.3	5.1
FCF/share	1.9	(1.8)	0.7	2.9	3.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

SCGP still does not look attractive to us at current levels

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	4.2	33.9	9.2	1.8	6.6
Net profit (%)	22.6	28.4	4.1	29.3	14.7
EPS (%)	14.4	0.2	4.1	29.3	14.7
Normalized profit (%)	33.1	19.4	8.2	29.3	14.7
Normalized EPS (%)	24.2	(6.8)	8.2	29.3	14.7
Dividend payout ratio (%)	29.9	33.6	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	21.0	18.4	21.4	24.3	24.3
Operating margin (%)	10.0	8.3	9.7	12.2	12.6
EBITDA margin (%)	17.8	15.0	15.8	18.3	18.3
Net margin (%)	8.0	7.5	8.0	10.2	10.9
D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.4	0.4	0.3	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.3	0.2	0.1	0.1
Interest coverage - EBIT (x)	6.4	8.7	7.6	9.8	16.3
Interest coverage - EBITDA (x)	11.4	15.8	12.5	14.7	23.7
ROA - using norm profit (%)	4.3	4.2	4.1	5.3	6.3
ROE - using norm profit (%)	10.1	8.6	8.7	10.6	11.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	11.3	10.0	10.9	13.4	14.4
- asset turnover (x)	0.6	0.7	0.6	0.7	0.7
- operating margin (%)	10.7	10.1	10.7	13.2	13.6
- leverage (x)	2.4	2.0	2.1	2.0	1.8
- interest burden (%)	85.4	90.6	88.1	90.6	94.3
- tax burden (%)	88.2	81.8	85.0	85.0	85.0
WACC (%)	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
ROIC (%)	8.4	8.5	8.5	11.0	12.3
NOPAT (Bt m)	8,211	8,427	11,160	14,312	15,810
invested capital (Bt m)	99,286	131,191	129,782	128,183	126,575

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 81 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANP16C2205A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGR16C2205A, BLA16C2208A, CBG16C2205A, CBG16C2207A, CHG16C2207A, COM716C2205A, COM716C2208A, COM716C2209A, CPF16C2205A, DOHO16C2207A, EA16C2205A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209A, 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, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MTC16C2209A, OR16C2205A, PTG16C2209A, PTT16C2205A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2205A, RCL16C2208A, RS16C2205A, S5016C2206A, S5016C2209A, S5016P2206A, S5016P2206B, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SAWA16C2205A, SCB16C2208A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TRUE16C2205A, TRUE16C2205B, TTA16C2207A, TTA16C2208A (underlying securities are AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPF, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MEGA, MINT, MTC, 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 ธนชาต จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาต จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมการร่วมกันได้แก่ นางอัครวิณี ไตรลัคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต 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 นิการุณ, 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 ผู้พัฒนบริหารกุล, 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 ตียะพิทยารัตน์
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, 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
วิชนันท์ ธรรมป่ารุ่ง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลิกรณ์ 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 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