

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 29.00

(From: Bt 27.00)

Upside : 79.0%

27 MAY 2022

Small Cap Research

United Paper Pcl (UTP TB)

มีแนวโน้มดีต่อเนื่อง

เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" UTP และปรับ TP เป็น 29 บาท จาก 27 บาท เราเห็น UTP มีแนวโน้มที่เป็นบวก หนุนโดยอุปสงค์กระดาษบรรจุภัณฑ์ในประเทศที่แข็งแกร่ง และแรงกดดันด้านต้นทุนที่ลดลง UTP น่าสนใจที่ 9 เท่า 2022F PE บน EPS ที่เติบโตเฉลี่ยที่ 22% ในปี 2021-23F การเติบโตของกำไรและปันผลที่อาจสูงขึ้นเป็นปัจจัยหลักผลักดันในระยะสั้น



CHAK REUNGSINPINYA

662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

ความต้องการในประเทศแข็งแกร่ง

UTP เห็นความต้องการกระดาษบรรจุภัณฑ์ที่แข็งแกร่งมาก โดยเฉพาะกระดาษทำผิวกล่อง (Linerboard) โดยส่วนหนึ่งเป็นเพราะตลาดในประเทศที่ตึงตัว และความสามารถของ UTP ในการปรับปรุงคุณภาพผลิตภัณฑ์ ตลาดที่ตึงตัวทำให้ UTP (และคู่แข่งในอุตสาหกรรม) สามารถขึ้นราคาได้ต่อเนื่องแม้แรงกดดันด้านต้นทุนจะลดลง นอกจากนี้ UTP ยังมีสัดส่วนยอดขายที่ดีขึ้น โดยปัจจุบันมีสัดส่วน กระดาษทำผิวกล่อง : กระดาษกราฟสำหรับทำลอนลูกฟูก (Corrugating Medium) ที่ 40:60 เพิ่มขึ้นจาก 32:68 ในปี 2021 ผู้บริหารเชื่อว่าจะสามารถผลักดันยอดขายกระดาษทำผิวกล่องเป็น 50% ภายในสิ้นปี ซึ่งจะช่วยให้อัตรากำไรของ UTP เพิ่มขึ้นไปอีก เนื่องจากกระดาษทำผิวกล่องให้อัตรากำไรสูงกว่ากระดาษกราฟสำหรับทำลอนลูกฟูกมาก ราคาขายเฉลี่ยที่เพิ่มขึ้น และสัดส่วนผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้น ทำให้กำไรฟื้นตัวแข็งแกร่งใน 1Q22 และเราคาดว่าจะมีแนวโน้มต่อเนื่องไปในช่วงที่เหลือของปี 2022F

แรงกดดันด้านต้นทุนบรรเทาลง

ต้นทุน OCC ที่เพิ่มขึ้น เป็นหนึ่งในปัจจัยหลักกดดันความสามารถในการทำกำไรของ UTP ตั้งแต่ต้นปี 2021 แต่อย่างไรก็ตาม ราคาเพิ่มขึ้นสูงสุดในช่วงปลายปี 2021 ที่ราว US\$300/tonne และหลังจากนั้นก็ค่อยๆ ลดลง ขณะที่เราปรับเพิ่มสมมติฐานราคา OCC ขึ้นอีกครั้งราว US\$50/tonne เป็น US\$270/ton ในปี 2022F และ US\$250/tonne ในปี 2023-24F แต่ปัจจุบันเราเห็นโอกาสที่จะเพิ่มขึ้นไปอีกจากระดับนี้จำกัด สำหรับพลังงานราคาถ่านหินความร้อนต่ำทรงตัวที่ต่ำกว่า US\$100/tonne ตามเกณฑ์มาตรฐาน ICI4 (4,200 kcal/kg) UTP ยังเสริมการผลิตด้วยการซื้อไฟฟ้าจากกริดในช่วงนอกชั่วโมงเร่งด่วน ซึ่งราคาไฟฟ้าถูกกว่าต้นทุนการผลิตของ UTP ดังนั้นเราจึงคิดว่าแรงกดดันด้านต้นทุนที่เลวร้ายที่สุดได้จบลงแล้ว และคาดว่าอัตรากำไรจะเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง

ขยายกำลังการผลิตต่อเนื่อง

UTP อยู่ระหว่างการติดตั้งเครื่องจักรใหม่ ซึ่งจะช่วยให้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้นราว 20% อย่างไรก็ดี เนื่องจากโควิด-19 และปัญหาการขนส่ง จึงมีการก่อสร้างล่าช้าออกไป ซึ่งหมายความว่าปัจจุบันกำลังการผลิตใหม่มีกำหนดจะเริ่มใน 4Q22 แทนที่จะเป็น 3Q22 ตามแผนที่วางไว้ก่อนหน้านี้ และเราได้รวมในสมมติฐานของเราแล้ว อย่างไรก็ดี การกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นจะช่วยหนุนการเติบโตของปริมาณใน 4Q22F และ 2023F

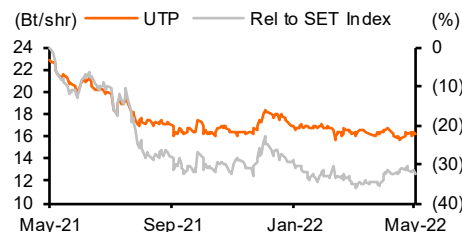
มูลค่าน่าสนใจ

เรามองว่า UTP ยังคงมีมูลค่าที่น่าสนใจ ซื้อขายที่ PE ที่ 9 เท่า ในปี 2022F และ 8 เท่า ในปี 2023F แม้จะมีกำไรเติบโตเฉลี่ยที่ 22% ในปี 2021-23F เรายังมองเห็นโอกาสที่มีอัตราการจ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้นที่ 65% (เทียบกับระดับปกติที่ 50%) เนื่องจากบริษัท ยังคงอยู่ในสถานะที่เป็นเงินสดสุทธิและมีแผนการลงทุนที่จำกัด ซึ่งหมายถึงอัตราผลตอบแทนปันผลที่ 7% และ 8.5% ในปี 2022-23F ตามลำดับ

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	4,601	5,880	6,899	7,028
Net profit	917	1,133	1,376	1,420
Consensus NP	—	998	1,125	1,242
Diff frm cons (%)	—	13.6	22.3	14.3
Norm profit	917	1,133	1,376	1,420
Prev. Norm profit	—	1,169	1,339	1,345
Chg frm prev (%)	—	(3.1)	2.8	5.6
Norm EPS (Bt)	1.4	1.7	2.1	2.2
Norm EPS grw (%)	(9.3)	23.5	21.4	3.2
Norm PE (x)	11.5	9.3	7.7	7.4
EV/EBITDA (x)	8.0	6.6	5.4	4.9
P/BV (x)	2.7	2.4	2.1	1.9
Div yield (%)	4.4	7.0	8.5	8.8
ROE (%)	25.1	27.4	29.4	27.2
Net D/E (%)	(16.6)	(18.4)	(22.2)	(30.5)

PRICE PERFORMANCE



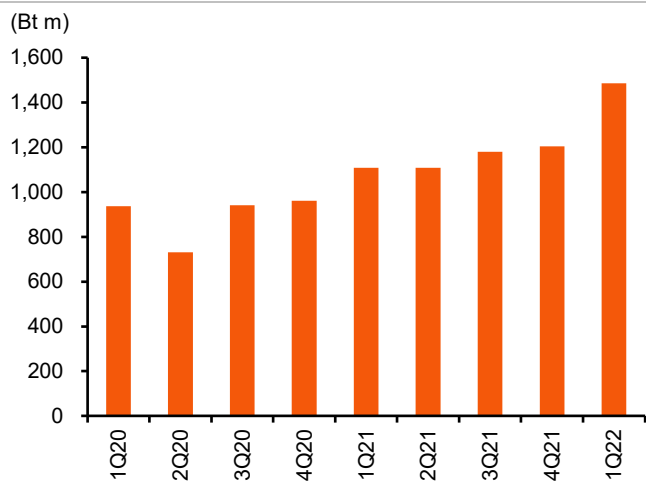
COMPANY INFORMATION

Price: (Bt) as of 27-May-22	16.20
Market Cap (US\$ m)	308.2
Listed Shares (m shares)	650.0
Free Float (%)	39.7
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	0.6
12M Price H/L (Bt)	22.80/15.60
Sector	PAPER
Major Shareholder	Chinsettawong Family 31.01%
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates	

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

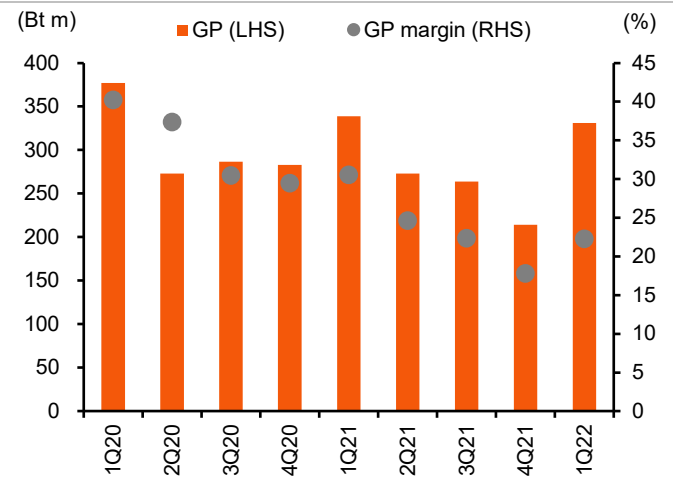
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่กลุ่มทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Sales Revenue



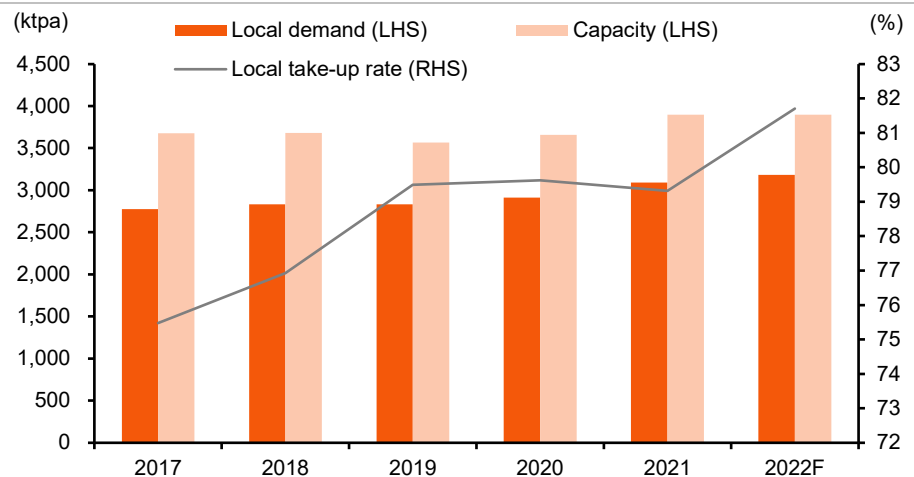
Source: Company data

Ex 2: Gross Profit And Gross Profit Margin



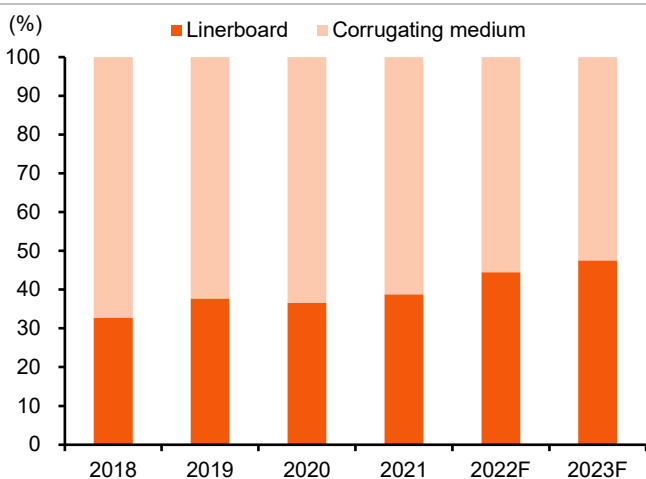
Source: Company data

Ex 3: Thailand Kraft Paper Supply-Demand Balance Continues To Tighten



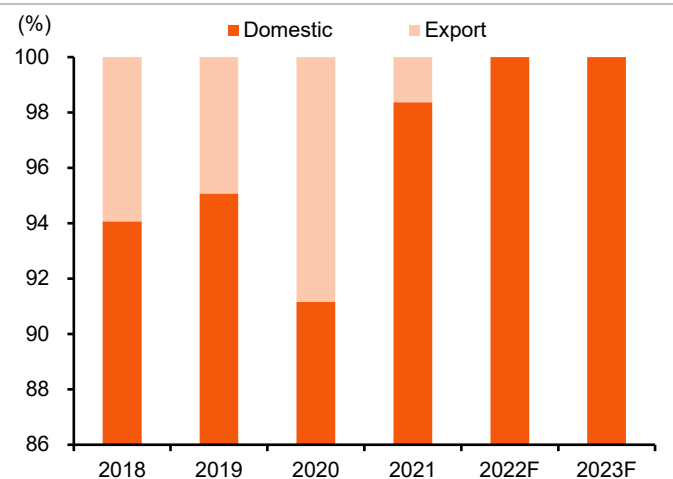
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Product Mix By Value

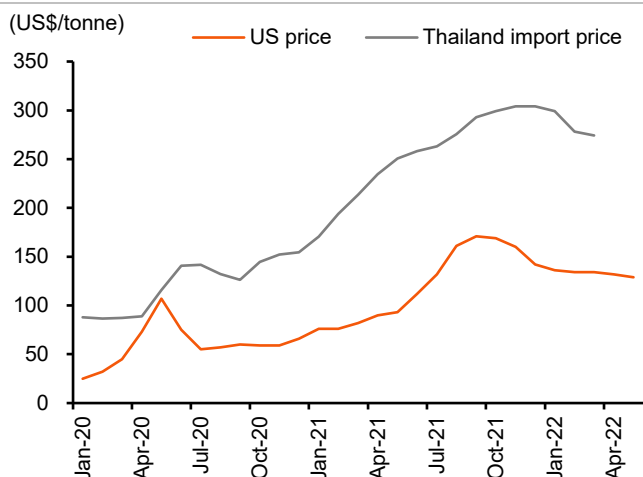


Sources: Company data; Thanachart estimates

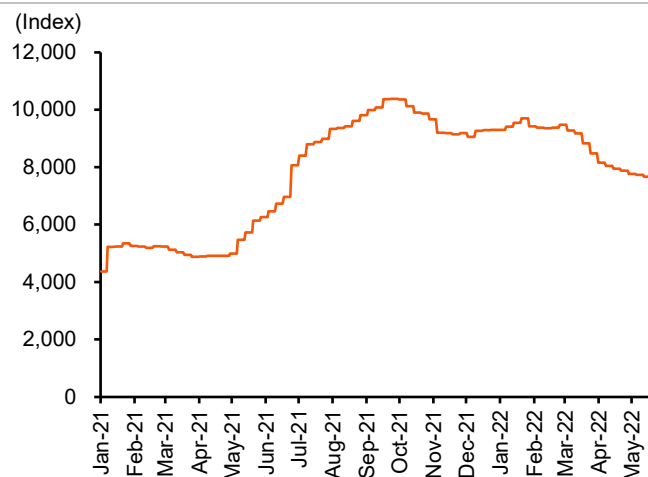
Ex 5: Sales Mix By Location



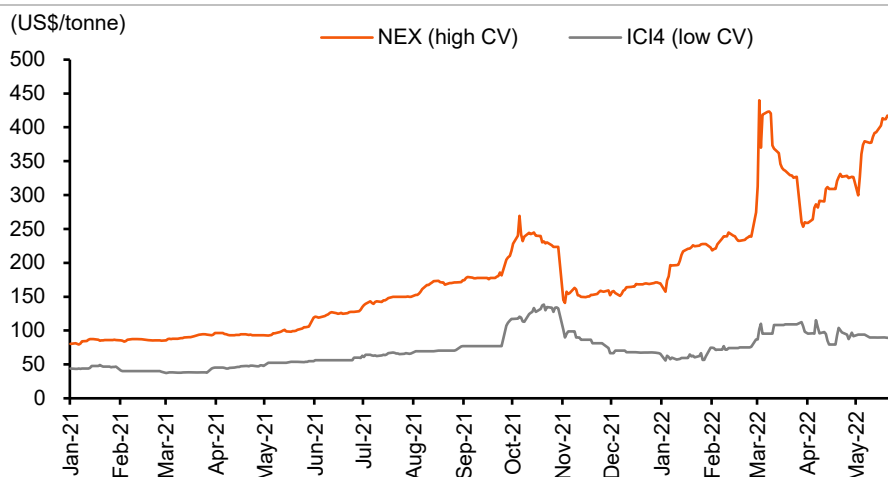
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 6: OCC Price Trending Downwards

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 7: Container Freight Rate Based On WCI

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 8: Low CV Coal Price (Which UTP Uses) Has Stabilized

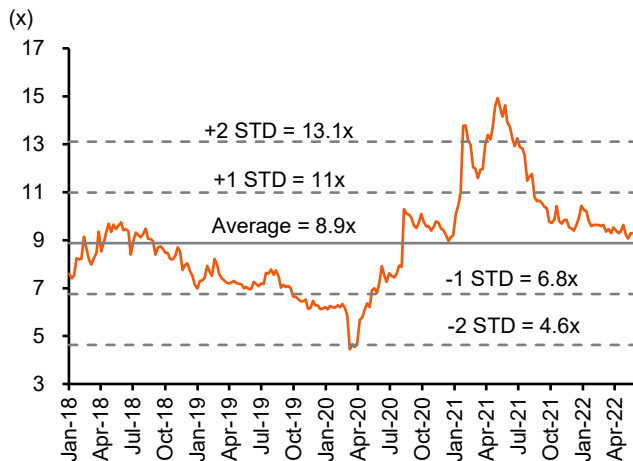
Source: Bloomberg

Ex 9: Earnings And TP Revisions

(Bt/shr)	EPS				TP
	2022F	2023F	2024F	2025F	
New	1.74	2.12	2.18	2.24	29.00
Old	1.80	2.06	2.07	2.09	27.00
Change (%)	(3.1)	2.8	5.6	6.9	7.4

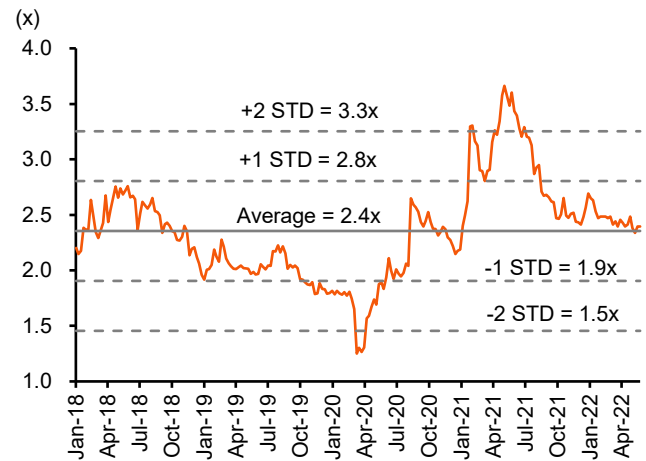
Source: Thanachart estimates

Ex 10: Forward PE



Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

Ex 11: Forward P/BV



Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

Ex 12: 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	1,744	1,793	1,830	1,867	1,904	1,906	1,907	1,907	1,907	1,907	1,906	
Free cash flow	1,130	1,474	1,522	1,563	1,536	1,554	1,561	1,568	1,575	1,492	1,497	19,323
PV of free cash flow	1,083	1,296	1,215	1,140	1,024	947	870	799	705	608	555	7,163
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.8											
WACC (%)	8.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	17,406											
Net debt / (cash)	1,102											
Minority interest	0											
Equity value	18,508											
# of shares (m)	650											
Equity value/share (Bt)	29											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 13: 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 ยูไนเต็ด เปเปอร์ จำกัด (มหาชน) (UTP) ผลิตกระดาษกราฟท์สำหรับผลิตกล่องกระดาษลูกฟูก บริษัทฯ ผลิตทั้งกระดาษกราฟท์สำหรับทำผิวกล่อง และกระดาษกราฟท์สำหรับทำลอนลูกฟูก บริษัทฯ ขายสินค้าส่วนใหญ่ในประเทศไทย และส่งออกน้อยกว่า 15% วัตถุดิบส่วนใหญ่เป็นกระดาษลูกฟูกเก่า (OCC) ที่นำเข้าจากยุโรป สหรัฐ อเมริกา ญี่ปุ่น และออสเตรเลีย

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีความสามารถในการทำกำไร และผลตอบแทนได้มากที่สุดใอุตสาหกรรม
- เน้นการผลิตกระดาษกราฟท์ในประเทศ
- ความต้องการ 40% มาจากบริษัทในเครือ

O — Opportunity

- ได้ประโยชน์จาก megatrends ซึ่งได้แก่การเติบโตของ e-commerce ในประเทศไทย
- สัดส่วนผลิตภัณฑ์มีแนวโน้มที่ดีขึ้น และมีโอกาสเพิ่มปริมาณผ่านการแก้ปัญหาข้อจำกัดกำลังการผลิต
- อยู่ระหว่างการศึกษาศักยภาพในการขยายตัว ซึ่งอาจทำให้กำลังการผลิตของ UTP เพิ่มขึ้นมากกว่าสองเท่าภายในปี 2024F

CONSENSUS COMPARISON

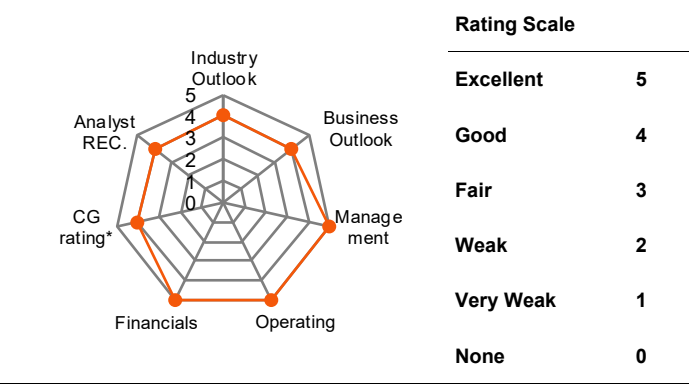
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	20.33	29.00	43%
Net profit 22F (Bt m)	998	1,133	14%
Net profit 23F (Bt m)	1,125	1,376	22%
Consensus REC	BUY: 2	HOLD: 2	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2022-23F ของเราสูงกว่าของตลาดอย่างมาก เนื่องจากเราเห็นแนวโน้มที่แข็งแกร่งของความต้องการและราคาขายเฉลี่ยที่เพิ่มขึ้น
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเราคาดว่าแนวโน้มการเติบโตในระยะยาวจะแข็งแกร่งขึ้น

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ฟุ้งฟิงตลาดไทยอย่างมาก
- ฟุ้งฟาววัตถุดิบนำเข้าอย่างมาก และมีความสามารถในการรวบรวมและรีไซเคิลเพื่อมีวัตถุดิบในประเทศที่จำกัด

T — Threat

- การเปลี่ยนแปลงนโยบายของรัฐบาลในไทยและเงินอาจส่งผลกระทบต่อการจัดหาและราคาวัตถุดิบ
- การแข่งขันในประเทศที่ทวีความรุนแรงมากขึ้น

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- อุปสงค์ที่ฟื้นตัวช้ากว่าที่คาดไว้ เนื่องจากการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ติดลบ
- การเปลี่ยนแปลงนโยบายของรัฐบาล ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อการจัดหาและราคาวัตถุดิบ

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	3,569	4,601	5,880	6,899	7,028
Cost of sales	2,384	3,511	4,556	5,297	5,371
Gross profit	1,185	1,089	1,325	1,602	1,657
% gross margin	33.2%	23.7%	22.5%	23.2%	23.6%
Selling & administration expenses	63	64	79	85	88
Operating profit	1,122	1,026	1,245	1,517	1,570
% operating margin	31.4%	22.3%	21.2%	22.0%	22.3%
Depreciation & amortization	210	212	225	227	223
EBITDA	1,331	1,238	1,470	1,744	1,793
% EBITDA margin	37.3%	26.9%	25.0%	25.3%	25.5%
Non-operating income	37	22	28	33	34
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(0)	(0)	(0)	(4)	(8)
Pre-tax profit	1,159	1,048	1,273	1,546	1,595
Income tax	148	130	140	170	175
After-tax profit	1,011	917	1,133	1,376	1,420
% net margin	28.3%	19.9%	19.3%	19.9%	20.2%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	1,011	917	1,133	1,376	1,420
Normalized profit	1,011	917	1,133	1,376	1,420
EPS (Bt)	1.6	1.4	1.7	2.1	2.2
Normalized EPS (Bt)	1.6	1.4	1.7	2.1	2.2

We expect a profit CAGR of 22% over 2021-23F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	2,123	2,594	3,504	4,429	5,279
Cash & cash equivalent	668	644	1,000	1,500	2,300
Account receivables	951	1,204	1,540	1,806	1,840
Inventories	370	621	806	937	950
Others	133	124	158	186	189
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	1,732	1,633	1,594	1,511	1,425
Other assets	49	51	51	51	51
Total assets	3,904	4,277	5,148	5,991	6,755
LIABILITIES:					
Current liabilities:	406	370	615	805	963
Account payables	328	308	400	465	472
Bank overdraft & ST loans	0	0	96	199	317
Current LT debt	3	4	19	40	63
Others current liabilities	75	58	99	101	111
Total LT debt	0	0	77	159	253
Others LT liabilities	42	47	62	71	72
Total liabilities	449	416	754	1,036	1,288
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	650	650	650	650	650
Share premium	174	174	174	174	174
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
Retained earnings	2,631	3,036	3,570	4,131	4,642
Shareholders' equity	3,456	3,861	4,395	4,955	5,466
Liabilities & equity	3,904	4,277	5,148	5,991	6,755

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	1,159	1,048	1,273	1,546	1,595
Tax paid	(130)	(148)	(99)	(168)	(166)
Depreciation & amortization	210	212	225	227	223
Chg In working capital	(151)	(525)	(428)	(333)	(40)
Chg In other CA & CL / minorities	(4)	10	(34)	(27)	(3)
Cash flow from operations	1,084	597	937	1,246	1,608
Capex	(130)	(113)	(186)	(145)	(137)
Right of use	(4)	(4)	0	0	0
ST loans & investments	40	0	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	12	7	15	9	1
Cash flow from investments	(82)	(110)	(171)	(135)	(135)
Debt financing	3	1	189	205	236
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(702)	(513)	(599)	(815)	(909)
Warrants & other surplus	(4)	1	0	0	0
Cash flow from financing	(703)	(511)	(410)	(610)	(673)
Free cash flow	954	484	750	1,101	1,472

UTP generates high FCF

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	10.4	11.5	9.3	7.7	7.4
Normalized PE - at target price (x)	18.6	20.5	16.6	13.7	13.3
PE (x)	10.4	11.5	9.3	7.7	7.4
PE - at target price (x)	18.6	20.5	16.6	13.7	13.3
EV/EBITDA (x)	7.4	8.0	6.6	5.4	4.9
EV/EBITDA - at target price (x)	13.7	14.7	12.3	10.2	9.6
P/BV (x)	3.0	2.7	2.4	2.1	1.9
P/BV - at target price (x)	5.5	4.9	4.3	3.8	3.4
P/CFO (x)	9.7	17.6	11.2	8.5	6.5
Price/sales (x)	3.0	2.3	1.8	1.5	1.5
Dividend yield (%)	4.9	4.4	7.0	8.5	8.8
FCF Yield (%)	9.1	4.6	7.1	10.5	14.0
(Bt)					
Normalized EPS	1.6	1.4	1.7	2.1	2.2
EPS	1.6	1.4	1.7	2.1	2.2
DPS	0.8	0.7	1.1	1.4	1.4
BV/share	5.3	5.9	6.8	7.6	8.4
CFO/share	1.7	0.9	1.4	1.9	2.5
FCF/share	1.5	0.7	1.2	1.7	2.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation looks attractive to us at sub-10x PE in light of strong growth potential

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	4.9	28.9	27.8	17.3	1.9
Net profit (%)	17.2	(9.3)	23.5	21.4	3.2
EPS (%)	17.2	(9.3)	23.5	21.4	3.2
Normalized profit (%)	17.2	(9.3)	23.5	21.4	3.2
Normalized EPS (%)	17.2	(9.3)	23.5	21.4	3.2
Dividend payout ratio (%)	51.4	50.3	65.0	65.0	65.0
Operating performance					
Gross margin (%)	33.2	23.7	22.5	23.2	23.6
Operating margin (%)	31.4	22.3	21.2	22.0	22.3
EBITDA margin (%)	37.3	26.9	25.0	25.3	25.5
Net margin (%)	28.3	19.9	19.3	19.9	20.2
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.3)
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	377.5	193.3
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	na	434.0	220.7
ROA - using norm profit (%)	27.4	22.4	24.0	24.7	22.3
ROE - using norm profit (%)	30.6	25.1	27.4	29.4	27.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	30.6	25.1	27.4	29.4	27.2
- asset turnover (x)	1.0	1.1	1.2	1.2	1.1
- operating margin (%)	32.5	22.8	21.7	22.5	22.8
- leverage (x)	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
- interest burden (%)	100.0	100.0	100.0	99.7	99.5
- tax burden (%)	87.3	87.6	89.0	89.0	89.0
WACC (%)	8.9	8.9	8.9	8.9	8.9
ROIC (%)	35.2	32.2	34.4	37.6	36.3
NOPAT (Bt m)	979	898	1,108	1,350	1,397
invested capital (Bt m)	2,790	3,220	3,587	3,853	3,800

Sources: Company data, Thanachart estimates

UTP continues to generate very high ROE of almost 30% despite its net cash balance sheet

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 ปทุมโรสมิล 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 มีการรวมการร่วมกันได้แก่นางอัครวิณี ไตรลัคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีบริเบรียน จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีบริเบรียน 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 นิการกุล, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	Thematic Research, กระดาษ จักร เรืองสินภิญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ พัทธดนย์ บุณนาค 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, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา สรทรง 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
พลังงาน, ปิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th	
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนบริหารกุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวลลี้ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@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	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunset.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