BUY (From: HOLD)

Change in Recommendation

TP: Bt 63.00 (From: Bt 56.00)

Upside : 15.1%

4 AUGUST 2022

SCG Packaging Pcl (SCGP TB)

แนวโน้มฟื้นตัว

เราปรับคำแนะนำ SCGP เป็น “ซื้อ” จาก ถือ และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 63 บาท จาก 56 บาท เราคาดว่าหุ้นจะฟื้นตัว โดยได้แรงหนุนจากผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นจากต้นทุนที่ลดลงและอุปสงค์ที่แข็งแกร่ง SCGP ซื้อขายที่ PE ที่น่าสนใจที่ 20 เท่า ในปี 2023F จากค่าเฉลี่ย 28 เท่า นับตั้งแต่เข้าจดทะเบียน และมี EPS เติบโตเฉลี่ยที่ 28% ในปี 2023-24F

CHAK REUNGSINPINYA
662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

ได้ประโยชน์จากต้นทุน OCC ที่ลดลง...

เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวใน 2H22F เนื่องจากต้นทุน OCC (กระดาษลูกฟูกเก่า ซึ่งเป็นวัตถุดิบหลัก) ลดลงต่อเนื่องจากระดับสูง ราคา OCC ของเดือนกรกฎาคมในเอเชียอยู่ที่ราว US$245/tonne ลดลงมากกว่า 10% m-m และต่ำกว่าระดับสูงสุดที่มากกว่า US$300/tonne ใน 3Q21 ราคา OCC ที่ลดลงจะทยอยส่งผลกระทบต่อกำไรขาดทุน เนื่องจากโดยปกติแล้วจะล่าช้าหนึ่งถึงสองเดือน เราคิดว่าต้นทุนมีแนวโน้มลดลงต่อเนื่อง เนื่องจากราคาในสหรัฐฯ (แหล่งนำเข้าหลักของ OCC สำหรับประเทศไทย) ลดลงเช่นกัน ดังนั้นเราจึงปรับลดสมมติฐานราคา OCC ของเรา ในปี 2023-25F ลงเหลือ US$245/220/222/tonne จากเดิมที่ US$250-253/tonne ปัจจุบันเราคงสมมติฐานของเราในปี 2022F ที่ US$270/tonne เช่นเดิม

...และค่าระวางขนส่งที่ลดลง

SCGP ได้ผลกระทบอย่างมากจากอัตราค่าระวางที่เพิ่มขึ้นอย่างมากตั้งแต่ปลายปี 2020 ซึ่งไม่เพียงแต่ส่งผลกระทบต่อต้นทุนการนำเข้าวัตถุดิบเท่านั้น (ค่าขนส่งคิดเป็น 50% ของต้นทุนของ OCC) แต่ยังส่งผลต่อ SG&A ด้วย SCGP มียอดขายเกือบ 20% จากการส่งออก ซึ่งต้องแบกรับต้นทุนค่าขนส่งที่เพิ่มขึ้นสำหรับลูกค้า ในปีที่ผ่านมา ต้นทุนการจัดจำหน่ายเพิ่มขึ้นกว่า 30% และปัจจุบันเทียบเท่ากับราว 6% ของยอดขาย เทียบกับ 5.5% ในปี 2021 และเพียง 4.6% ในปี 2020 แต่อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าแนวโน้มกำลังพลิกกลับ ด้วยอัตราค่าระวางสินค้าทั่วโลกลดลง 30% จากจุดสูงสุด เราคาดว่าแรงกดดันด้านค่าขนส่งจะลดลงอย่างต่อเนื่อง ซึ่งจะช่วยลด SG&A และทำให้อัตรากำไรจากการดำเนินงานของ SCGP ดีขึ้น

ขยายกำลังการผลิตเพิ่มการเติบโต

SCGP เพิ่งประกาศขยายกำลังการผลิตบรรจุภัณฑ์จากเยื่อและกระดาษในไทย กำลังการผลิตเพิ่มเติม 7.5 หมื่นตันนี้ จะเพิ่มยอดขายกล่องราว 7.5% ภายในกลางปี 2023 นอกจากนี้ยังจะช่วยเสริมศักยภาพและผสานกำลังระหว่างการทำกระดาษและการทำกล่อง ดังนั้นจึงไม่เพียงแต่ส่งผลต่อการเติบโตของปริมาณเท่านั้น แต่ยังทำให้อัตรากำไรขยายตัวด้วย เนื่องจาก SCGP จะสามารถขายกระดาษเข้าสู่ตลาดในประเทศได้มากขึ้น (สำหรับตัวเอง) ซึ่งให้อัตรากำไรที่สูงกว่าการส่งออก นอกจากนี้ SCGP ยังคงเพิ่มการผลิตในโรงงานในฟิลิปปินส์ ซึ่งหนุนการเติบโตใน 2H22F ด้วย

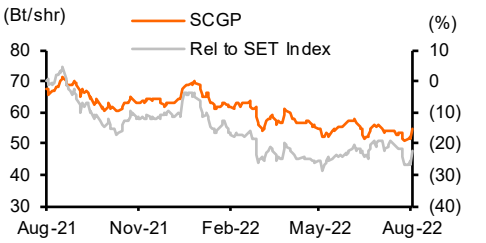
Valuation ไม่แพง

เราคิดว่า SCGP ซื้อขายที่ valuation ที่น่าสนใจมากขึ้นในปัจจุบัน หลังจากราคาหุ้นปรับตัวลงมากกว่า 20% YTD และแม้จะปรับกำไรปีนี้ลง ก็ตาม SCGP ซื้อขายที่ 2023F PE ที่เพียง 20 เท่า ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 28 เท่า นับตั้งแต่เข้าจดทะเบียนซื้อขายในตลาดฯ นอกจากนี้เรายังมองว่า valuation น่าสนใจเมื่อเทียบกับการเติบโตของกำไรเฉลี่ยที่ 28% ใน 2023-24F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	124,223	144,895	149,482	154,554
Net profit	8,294	7,934	11,637	13,066
Consensus NP	—	8,028	9,389	11,053
Diff frm cons (%)	—	*(1.2)*	*24.0*	*18.2*
Norm profit	7,444	7,934	11,637	13,066
Prev. Norm profit	—	8,635	11,163	12,805
Chg frm prev (%)	—	*(8.1)*	*4.2*	*2.0*
Norm EPS (Bt)	1.7	1.8	2.7	3.0
Norm EPS grw (%)	(12.5)	6.6	46.7	12.3
Norm PE (x)	31.6	29.6	20.2	18.0
EV/EBITDA (x)	14.9	12.1	9.3	8.5
P/BV (x)	2.4	2.3	2.2	2.0
Div yield (%)	1.2	1.7	2.5	2.8
ROE (%)	8.0	8.0	11.1	11.7
Net D/E (%)	28.1	20.7	11.2	2.7

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 4-Aug-22 (Bt)	54.75
Market Cap (US$ m)	6,525.7
Listed Shares (m shares)	4,292.9
Free Float (%)	26.2
Avg Daily Turnover (US$ m)	16.0
12M Price H/L (Bt)	71.25/51.00
Sector	PKG
Major Shareholder	Siam Cement Pcl. 72.12%

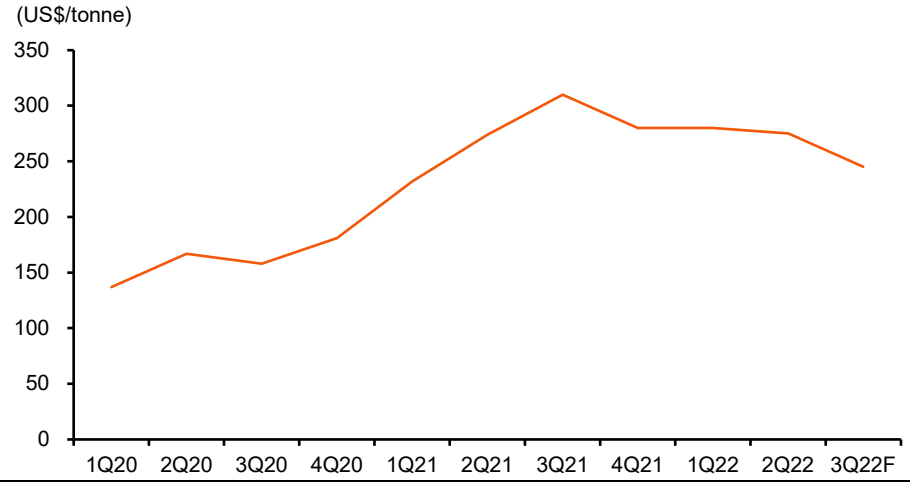
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

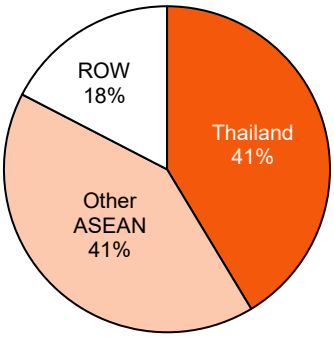
Thanachart Securities

Ex 1: OCC price in Asia coming down



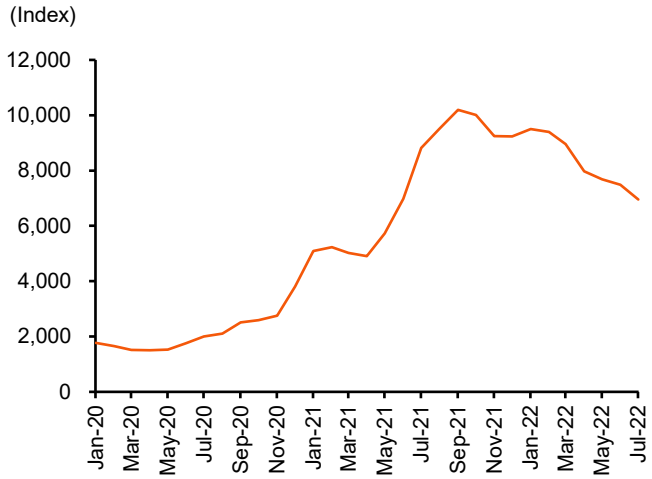
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: SCGP's Sales Mix By Location (1H22)



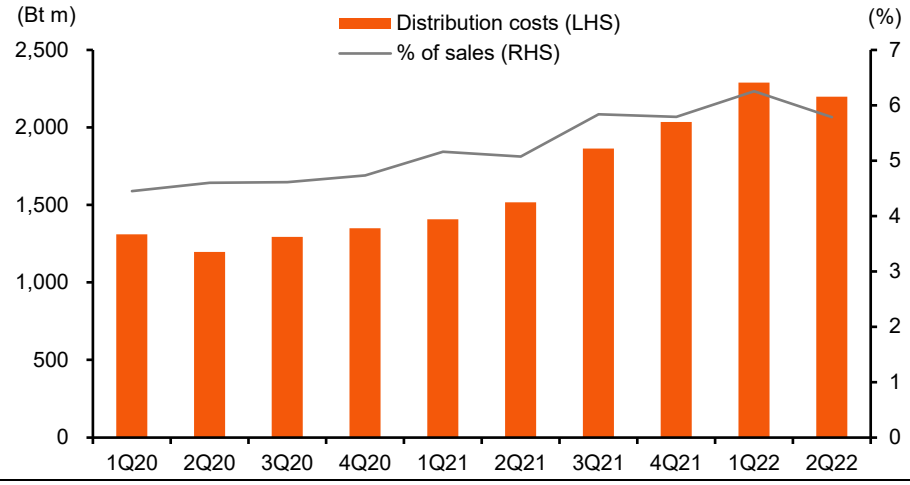
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: World Container Index



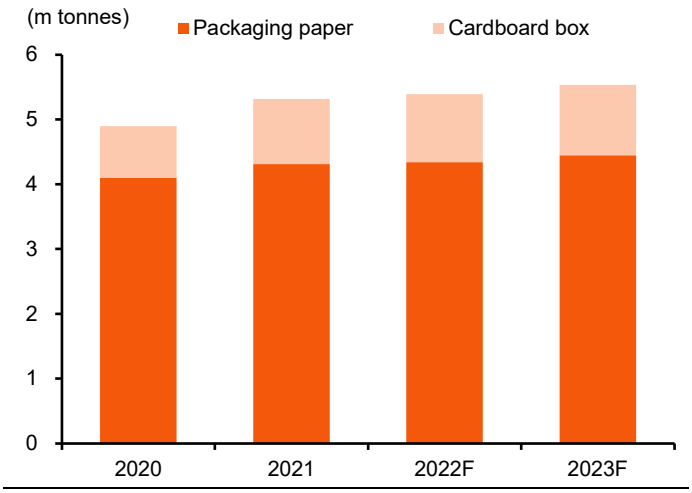
Source: Bloomberg

Ex 4: SCGP's Distribution Costs Have Ballooned In Recent Quarters



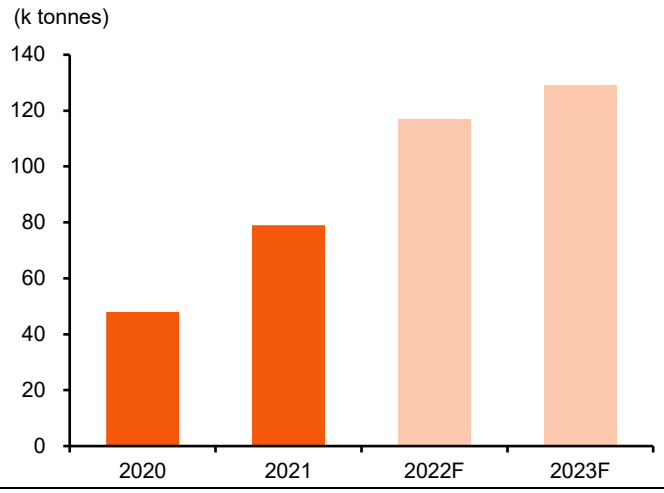
Source: Company data

Ex 5: Packaging Paper And Box Sales Volumes



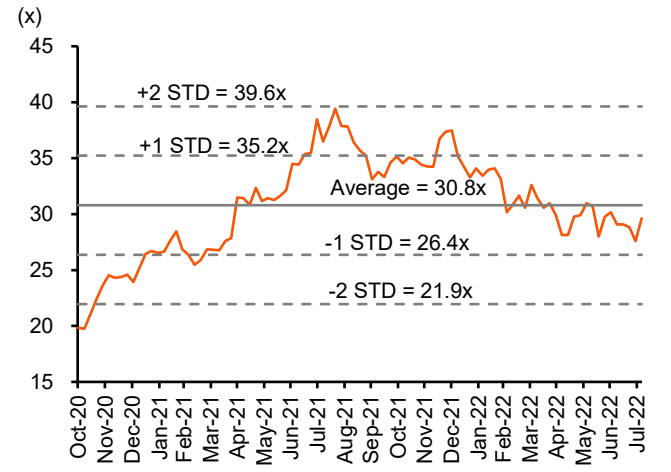
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Polymer-based Packaging Sales Volume



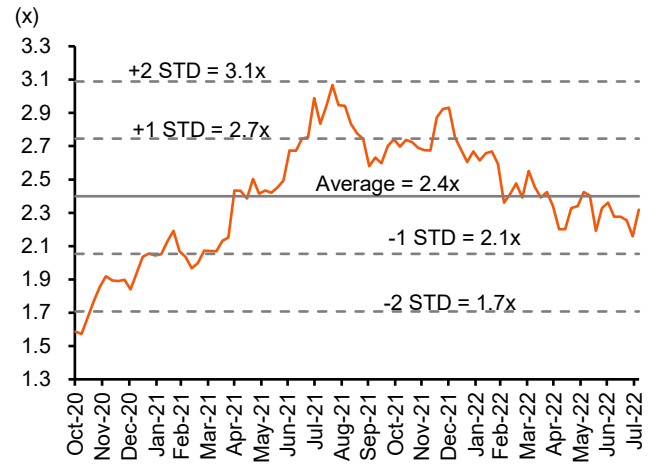
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Forward PE



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 8: Forward P/BV



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 9: Key Assumption Changes (Lower SG&A Reflects Lower Freight Costs)

Assumption	Unit	2022F	2023F	2024F	2025F
New					
OCC	(US$/tonne)	270	245	220	222
SG&A	(Bt m)	15,516	16,022	16,291	16,143
Old					
OCC	(US$/tonne)	270	250	250	253
SG&A	(Bt m)	15,834	16,700	17,160	16,949
Change					
OCC	*(%)*	*0.0*	*(2.0)*	*(12.0)*	*(12.0)*
SG&A	*(%)*	*(2.0)*	*(4.1)*	*(5.1)*	*(4.8)*

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Earnings And TP Revisions

	Norm profit (Bt m)						TP
	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	(Bt/shr)
New/Actual	6,638	7,444	7,934	11,637	13,066	14,958	63.00
Old			8,635	11,163	12,805	13,847	56.00
Change (%)			*(8.1)*	*4.2*	*2.0*	*8.0*	*12.5*

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: 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	26,871	28,222	30,294	30,824	30,666	30,500	30,325	30,141	29,948	29,746	29,535	
Free cash flow	16,649	18,475	21,207	21,763	21,915	22,082	22,267	22,470	22,694	22,941	23,212	355,239
PV of free cash flow	16,649	17,148	18,113	17,181	15,991	14,890	13,878	12,944	11,668	10,852	10,105	154,642

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	1.0
WACC (%)	0.0
Terminal growth (%)	2.0
Enterprise value - add investments	314,061
Net debt / (cash)	15,362
Minority interest	29,046
Equity value	**269,653**
# of shares (m)	4,293
Equity value/share (Bt)	**62.8**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 12: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth 22F (%)	EPS growth 23F (%)	PE 22F (x)	PE 23F (x)	P/BV 22F (x)	P/BV 23F (x)	EV/EBITDA 22F (x)	EV/EBITDA 23F (x)	Div yield 22F (%)	Div yield 23F (%)
Intl Paper Co	IP US	USA	11.9	1.1	9.4	9.3	1.7	1.6	6.2	6.1	4.7	4.4
Westrock Co	WRK US	USA	50.0	10.8	8.5	7.6	0.9	0.8	5.3	5.1	2.1	2.4
Packaging Corp	PKG US	USA	32.1	(0.9)	12.1	12.2	3.1	2.7	7.5	7.7	2.9	3.2
Domtar Corp	UFS US	USA	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Graphic Packaging	GPK US	USA	89.3	13.3	10.3	9.1	3.0	2.3	8.0	7.4	1.4	1.4
Mondi Plc	MNDI LN	Europe	41.8	(8.0)	7.5	8.1	1.5	1.3	6.0	6.4	4.3	5.2
Stora Enso Oyj-R	STERV FH	Europe	25.2	(21.6)	8.9	11.4	1.0	1.0	6.0	7.0	3.2	4.1
Smurfit Kappa Gr	SKG LN	Europe	40.0	(5.2)	8.2	8.6	1.5	1.4	5.7	6.0	3.9	4.6
Ds Smith Plc	SMDS LN	Europe	26.8	15.8	9.7	8.4	1.1	0.9	5.9	5.5	4.1	5.1
Billerudkorsnas	BILL SS	Europe	143.7	124.7	7.3	3.3	1.2	0.5	5.0	5.5	3.2	5.7
Holmen Ab-B Shs	HOLMB SS	Europe	46.4	(30.9)	15.2	22.0	1.4	1.3	10.3	13.5	2.2	2.3
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	8.5	29.5	14.3	11.1	1.7	1.5	7.4	7.0	2.2	2.7
Oji Holdings Cor	3861 JP	Japan	0.7	7.8	7.0	6.5	0.6	0.6	6.6	6.2	2.6	2.6
Nippon Paper Ind	3863 JP	Japan	38.1	na	40.1	12.9	0.3	0.1	12.3	10.9	4.2	4.2
Hokuetsu Corp	3865 JP	Japan	na	10.1	10.5	9.6	0.5	0.5	8.2	7.7	2.0	3.4
Rengo Co Ltd	3941 JP	Japan	(1.1)	16.8	7.0	6.0	0.5	0.5	6.6	6.0	3.1	3.1
Nine Dragons Paper	2689 HK	Hong Kong	(24.0)	(0.3)	5.5	5.5	0.6	0.6	6.2	5.3	8.1	4.1
Lee & Man Paper	2314 HK	Hong Kong	(49.7)	28.7	6.1	4.7	0.4	0.4	5.5	5.0	11.2	6.6
Shandong Chen - A	000488 CH	China	(50.5)	12.3	11.3	10.1	0.8	0.7	9.4	9.2	4.8	1.3
Shandong Sun - A	002078 CH	China	(3.8)	12.9	9.9	8.8	1.4	1.2	7.3	6.7	1.6	1.5
Shanying Intl – A	600567 CH	China	(16.1)	26.5	7.8	6.2	0.7	0.6	10.7	9.4	1.6	3.1
SCG Packaging Pcl	SCGP TB *	Thailand	6.6	46.7	29.6	20.2	2.3	2.2	12.1	9.3	1.7	2.5
United Paper Pcl	UTP TB*	Thailand	23.5	21.4	9.7	8.0	2.5	2.2	6.9	5.7	6.7	8.1
Average			**21.1**	**14.9**	**11.6**	**9.5**	**1.3**	**1.1**	**7.5**	**7.2**	**3.7**	**3.7**

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 4 August 2022 closing prices

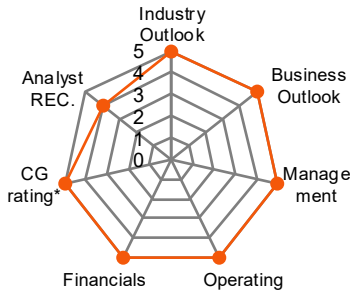
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เอสซีจี แพคเกจจิ้ง จำกัด (มหาชน) (SCGP) เป็นบริษัทบรรจุภัณฑ์ชั้นนำในอาเซียน บริษัทฯ ครองส่วนแบ่งตลาดในตลาดกระดาษบรรจุภัณฑ์ในประเทศไทยเกือบ 50% นอกจากนี้ยังมีส่วนแบ่งตลาดราว 25% หรือมากกว่าในอินโดนีเซีย เวียดนาม และฟิลิปปินส์ อีกด้วย บรรจุภัณฑ์กล่องลูกฟูกมีส่วนแบ่งตลาด 30% นอกจากนี้บริษัทฯ ยังผลิตกระดาษพิมพ์เขียน (P&W) อีกด้วย บริษัทฯ มุ่งเน้นไปที่ประสิทธิภาพและบรรจุภัณฑ์โพลีเมอร์ (PPP) สัดส่วนรายได้ ณ 1H22 แบ่งเป็นกระดาษบรรจุภัณฑ์ 47% บรรจุภัณฑ์จากเยื่อและกระดาษ 25% (ส่วนใหญ่เป็นบรรจุภัณฑ์กล่องลูกฟูก) ผลิตภัณฑ์กระดาษพิมพ์เขียน 16% และที่เหลือเป็นบรรจุภัณฑ์พลาสติก แบ่งตามภูมิศาสตร์ รายได้ถูกแบ่งเท่าๆ กันระหว่างไทย (41%) และประเทศอื่นในอาเซียน (41%) โดยที่เหลือมาจากการส่งออกไปยังส่วนอื่นๆ ของโลก

Source: Thanachart

COMPANY RATING



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

Source: Thanachart; * CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นบริษัทบรรจุภัณฑ์กระดาษที่ใหญ่ที่สุดในอาเซียน โดยรุกเข้าไปในเกือบทุกตลาดหลักในภูมิภาค
- มีประสบการณ์ในการบริหารจัดการและมีการเติบโตของการดำเนินงานที่ดีมาเป็นเวลายาวนาน

W — Weakness

- ธุรกิจกระดาษบรรจุภัณฑ์คิดเป็นสัดส่วนต่อรายได้และกำไรที่สูง
- รายได้และกำไรส่วนใหญ่ยังคงมาจากประเทศไทย ซึ่งแนวโน้มการเติบโตอาจจะอ่อนแอกว่าประเทศอื่นๆ ในอาเซียน เช่น อินโดนีเซีย และเวียดนาม

O — Opportunity

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

T — Threat

- การแข่งขันที่สูงขึ้นท่ามกลางการเติบโตของความต้องการที่ชะลอตัวลง
- ภัยคุกคามจากผู้เข้ามาใหม่ในตลาดที่มีการเติบโตอย่างรวดเร็ว (เช่น เวียดนาม) โดยเฉพาะจากผู้เล่นจีน
-

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	63.02	63.00	0%
Net profit 22F (Bt m)	8,028	7,934	-1%
Net profit 23F (Bt m)	9,389	11,637	24%
Consensus REC	BUY: 14	HOLD: 7	SELL: 1

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรสุทธิปี 2022F ใกล้เคียงกับตลาด แต่ปี 2023F สูงกว่า เนื่องจากคาดว่าต้นทุน OCC และอัตราค่าระวางอาจลดลง
- ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ราคาขายเฉลี่ยที่แข็งแกร่งกว่าคาด และ/หรือต้นทุน OCC ที่ต่ำกว่าคาดจะเป็น upside risk ต่อประมาณการของเรา
- การแข่งขันที่เพิ่มขึ้นในอินโดนีเซีย และเวียดนามน่าจะทำให้ราคาขายเฉลี่ยในประเทศเหล่านี้ลดลง ซึ่งจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

We forecast 28% EPS CAGR in 2023-24F

Balance sheet likely to strengthen given high cash flows and limited capex

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	92,786	124,223	144,895	149,482	154,554
Cost of sales	73,375	101,878	117,530	116,458	119,962
Gross profit	**19,411**	**22,345**	**27,365**	**33,023**	**34,592**
% gross margin	20.9%	18.0%	18.9%	22.1%	22.4%
Selling & administration expenses	10,141	12,575	15,516	16,022	16,291
Operating profit	**9,271**	**9,771**	**11,850**	**17,001**	**18,301**
% operating margin	10.0%	7.9%	8.2%	11.4%	11.8%
Depreciation & amortization	7,183	8,315	9,818	9,869	9,921
EBITDA	**16,454**	**18,086**	**21,668**	**26,871**	**28,222**
% EBITDA margin	17.7%	14.6%	15.0%	18.0%	18.3%
Non-operating income	602	2,214	1,159	1,196	1,236
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,452)	(1,180)	(1,700)	(1,609)	(912)
Pre-tax profit	**8,421**	**10,805**	**11,309**	**16,588**	**18,625**
Income tax	1,002	2,065	1,922	2,820	3,166
After-tax profit	**7,420**	**8,740**	**9,386**	**13,768**	**15,459**
% net margin	8.0%	7.0%	6.5%	9.2%	10.0%
Shares in affiliates' Earnings	66	57	0	0	0
Minority interests	(848)	(1,353)	(1,453)	(2,131)	(2,393)
Extraordinary items	(180)	850	0	0	0
NET PROFIT	**6,457**	**8,294**	**7,934**	**11,637**	**13,066**
Normalized profit	**6,638**	**7,444**	**7,934**	**11,637**	**13,066**
EPS (Bt)	1.9	1.9	1.8	2.7	3.0
Normalized EPS (Bt)	2.0	1.7	1.8	2.7	3.0

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	62,919	69,186	86,815	77,517	69,366
Cash & cash equivalent	32,886	20,222	30,000	20,000	10,000
Account receivables	16,334	24,910	29,056	29,975	30,992
Inventories	12,760	23,308	26,889	26,644	27,445
Others	939	746	871	898	929
Investments & loans	829	873	873	873	873
Net fixed assets	87,271	97,181	96,109	93,929	90,583
Other assets	21,410	39,583	31,833	31,833	31,833
Total assets	**172,429**	**206,824**	**215,631**	**204,152**	**192,655**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	43,237	51,977	54,590	42,397	29,834
Account payables	10,365	15,261	17,606	17,445	17,970
Bank overdraft & ST loans	15,080	30,547	28,283	17,681	6,968
Current LT debt	16,302	1,865	5,657	3,536	1,394
Others current liabilities	1,489	4,303	3,044	3,735	3,503
Total LT debt	**12,052**	**22,164**	**22,626**	**14,145**	**5,574**
Others LT liabilities	7,300	10,383	10,107	10,427	10,781
Total liabilities	**62,588**	**84,524**	**87,323**	**66,969**	**46,189**
Minority interest	21,103	25,463	26,915	29,046	31,439
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**	**57,114**	**63,859**	**70,750**
Shareholders' equity	88,738	96,837	101,392	108,137	115,027
Liabilities & equity	**172,429**	**206,824**	**215,631**	**204,152**	**192,655**

Sources: Company data, Thanachart estimates

SCGP generates high FCF from operations

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	8,421	10,805	11,309	16,588	18,625
Tax paid	(719)	(2,343)	(1,483)	(2,961)	(3,045)
Depreciation & amortization	7,183	8,315	9,818	9,869	9,921
Chg In w orking capital	(313)	(14,228)	(5,382)	(835)	(1,294)
Chg In other CA & CL / minorities	3,308	7,529	(1,822)	804	(383)
Cash flow from operations	**17,881**	**10,078**	**12,440**	**23,466**	**23,824**
Capex	(11,591)	(18,225)	(8,746)	(7,689)	(6,575)
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	(1,405)	(15,737)	7,474	320	354
Cash flow from investments	**(13,034)**	**(34,006)**	**(1,273)**	**(7,369)**	**(6,221)**
Debt financing	(16,249)	11,460	1,990	(21,204)	(21,427)
Capital increase	40,092	0	0	0	0
Dividends paid	(1,979)	(3,522)	(3,379)	(4,893)	(6,176)
Warrants & other surplus	1,216	3,327	0	0	0
Cash flow from financing	**23,079**	**11,265**	**(1,389)**	**(26,097)**	**(27,603)**
Free cash flow	**6,290**	**(8,147)**	**3,693**	**15,777**	**17,249**

Valuation remains attractive and well below its historical average

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	27.6	31.6	29.6	20.2	18.0
Normalized PE - at target price (x)	31.8	36.3	34.1	23.2	20.7
PE (x)	28.4	28.3	29.6	20.2	18.0
PE - at target price (x)	32.7	32.6	34.1	23.2	20.7
EV/EBITDA (x)	11.8	14.9	12.1	9.3	8.5
EV/EBITDA - at target price (x)	13.5	16.9	13.7	10.6	9.7
P/BV (x)	2.6	2.4	2.3	2.2	2.0
P/BV - at target price (x)	3.0	2.8	2.7	2.5	2.4
P/CFO (x)	10.3	23.3	18.9	10.0	9.9
Price/sales (x)	2.5	1.9	1.6	1.6	1.5
Dividend yield (%)	0.8	1.2	1.7	2.5	2.8
FCF Yield (%)	3.4	(3.5)	1.6	6.7	7.3
(Bt)					
Normalized EPS	2.0	1.7	1.8	2.7	3.0
EPS	1.9	1.9	1.8	2.7	3.0
DPS	0.5	0.7	0.9	1.4	1.5
BV/share	20.7	22.6	23.6	25.2	26.8
CFO/share	5.3	2.3	2.9	5.5	5.5
FCF/share	1.9	(1.9)	0.9	3.7	4.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

We expect ROE improvement from 2023F onwards

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	4.2	33.9	16.6	3.2	3.4
Net profit (%)	22.6	28.4	(4.4)	46.7	12.3
EPS (%)	14.4	0.2	(4.4)	46.7	12.3
Normalized profit (%)	32.3	12.1	6.6	46.7	12.3
Normalized EPS (%)	23.4	(12.5)	6.6	46.7	12.3
Dividend payout ratio (%)	29.9	33.6	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	20.9	18.0	18.9	22.1	22.4
Operating margin (%)	10.0	7.9	8.2	11.4	11.8
EBITDA margin (%)	17.7	14.6	15.0	18.0	18.3
Net margin (%)	8.0	7.0	6.5	9.2	10.0
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	0.0
Interest coverage - EBIT (x)	6.4	8.3	7.0	10.6	20.1
Interest coverage - EBITDA (x)	11.3	15.3	12.7	16.7	30.9
ROA - using norm profit (%)	4.3	3.9	3.8	5.5	6.6
ROE - using norm profit (%)	10.1	8.0	8.0	11.1	11.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	11.3	9.4	9.5	13.1	13.9
- asset turnover (x)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8
- operating margin (%)	10.6	9.6	9.0	12.2	12.6
- leverage (x)	2.4	2.0	2.1	2.0	1.8
- interest burden (%)	85.3	90.2	86.9	91.2	95.3
- tax burden (%)	88.1	80.9	83.0	83.0	83.0
WACC (%)	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
ROIC (%)	8.4	8.0	7.5	11.0	12.3
NOPAT (Bt m)	8,168	7,903	9,835	14,111	15,190
invested capital (Bt m)	99,286	131,191	127,958	123,499	118,962

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 63 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2210A, ADVANC16C2211A, AMAT16C2209A, AOT16C2209A, BANPU16C2210A, BCH16C2211A, BGRI16C2209A, BLA16C2208A, BLA16C2209A, CBG16C2210A, CENTEL16C2209A, COM716C2208A, COM716C2209A, COM716C2211A, COM716C2211B, COM716C2211C, CPALL16C2211A, EA16C2209A, EA16C2211A, ESSO16C2209A, ESSO16C2209B, FORTH16C2211A, GPSC16C2209A, GULF16C2210A, GUNK16C2209A, HANA16C2209A, HANA16C2211A, IVL16C2209A, IVL16C2211A, JMART16C2210A, JMART16C2211A, JMT16C2210A, JMT16C2211A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KBANK16C2211A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KCE16C2211A, KTC16C2211A, KTC16C2209A, MINT16C2211A, MTC16C2209A, PTG16C2211A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, S5016C2209A, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2211A, SCB16C2208A, SET5016C2209B, SET5016P2209B, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, TIDLOR16C2212A, TOP16C2211A, TTA16C2208A, TTA16C2211A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BCH, BGRIM, BLA, CBG, CENTEL, COM7, CPALL, EA, ESSO, FORTH, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, PTG, PTTEP, RBF, RCL, SAWAD, SCB, SET50, SPRC, STEC, TIDLOR, TOP, TTA, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาต จากัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จากัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ทุนธนชาต จากัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จากัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททุนธนชาต 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)

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมู่ศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอัศวินี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต 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 นิจการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Strategy, ประกัน, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Data Support Team

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

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

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

สุเนตร รักษาวัด
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

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

สุจินตนา สถาพร
Tel: 662-779-9198
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.
Research Team
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th