

บริษัท อีเอสทีเอ็นโพลีเมอร์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)

เป็นปีที่ดีของทั้ง 3 กลุ่มผลิตภัณฑ์

ชื่อ		
สุโขติ ติวรธรรมรัตน์	ราคาปัจจุบัน (บ.)	7.9
66.2658.8888 Ext. 8850	ราคาเป้าหมาย (บ.)	9.4
suchott@kgi.co.th	Upside (%)	19.0

Year to Mar	Sales (Bt mn)	Sales growth (%)	EBITDA (Bt mn)	NP (Bt mn)	EPS (Bt)	EPS growth (%)
2018/19	10,587	10.1	1,671	904	0.32	(8.7)
2019/20	10,227	(3.4)	1,774	1,003	0.36	10.9
2020/21F	11,196	9.5	1,773	950	0.34	(5.3)
2021/22F	12,304	9.9	2,253	1,343	0.48	41.4
2022/23F	12,781	3.9	2,449	1,489	0.53	10.9

Year to Mar	GM (%)	EV/EBITDA (X)	Dividends Yield (%)	PBV (X)	PER (X)	ROAE (%)
2018/19	27.3	13.8	2.8	2.1	24.5	8.8
2019/20	29.1	13.0	2.8	2.1	22.1	9.6
2020/21F	29.2	13.0	2.6	2.0	23.3	8.8
2021/22F	30.8	10.1	3.6	1.9	16.5	12.0
2022/23F	31.1	9.1	4.0	1.8	14.9	12.6

Sector	Construction materials	52-week trading range (Bt)	3.1 - 8.3
12M target price (Bt/shr)	9.4	Mkt cap-Bt bn/US\$ bn	22.3 / 0.7
Upside/downside (%)	19.0	Outstanding shares (mn)	2,800
Dividend yield-12/20F (%)	2.6	Free floating shares (mn)	725
Book value/shr-12/20F (Bt)	3.9	3M avg. daily trading (mn)	11
P/B-12/20F (x)	2.0	Abs. performance (3,6,12M)(%)	69.9; 60.9; 25.2
		Rel. performance (3,6,12M)(%)	35.7; 43.4; 30.7

สรุปประเด็นสำคัญ และข่าวล่าสุด

- ✓ ผลการดำเนินงานเริ่มฟื้นตัวในทุกกลุ่มธุรกิจของ EPG
- ✓ บรรลุเกณฑ์ รับกระแส "New normal"
- ✓ Forward PE 16 เท่า คิดเป็น -1 เท่าของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานในอดีต
- ✓ แนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 9.4 บาท

Technical view

- ✓ กลุ่มเส้นค่าเฉลี่ยทั้งระยะสั้น (3 - 15 วัน) และระยะยาว (30 - 60 วัน) เรียงตัวเป็นแนวโน้มขาขึ้น แต่ภาพระยะสั้นอาจแกว่งตัว Sideway สร้างฐานใหม่บริเวณแนวรับ
- ✓ ประเมินแนวรับ 7.7 บาท และ 7.5 บาท / แนวต้าน 8.4 - 8.7 บาท (Stop loss 7.2 บาท)
- ... ติดตามคำแนะนำทางเทคนิครายวันเพิ่มเติมในบทวิเคราะห์ "รู้ทันหุ้น"

แนวโน้ม 3 กลุ่มธุรกิจเริ่มดีพร้อมกัน

เราประเมินแนวโน้มผลการดำเนินงานทั้ง 3 กลุ่มธุรกิจดังนี้

i) **กลุ่มธุรกิจจนวนความร้อน/เย็น (Aeroflex):** EPG มีฐานการผลิตจนวนยาง อยู่ที่สหรัฐฯ และมีการขยายกำลังการผลิตอย่างต่อเนื่องในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา โดยกำลังการผลิตล่าสุดอยู่ที่ 3 หมื่นตัน/ปี หรือเพิ่มขึ้น 50% จากปี 2560/61 โดยอัตราการใช้กำลังการผลิต (U-rate) ปี 2562/63 ลดลงเหลือเพียงราว 55% เป็นผลจากเศรษฐกิจจะชะลอตัว จากวิกฤตโควิด-19 อย่างไรก็ดี Aeroflex สามารถรักษาระดับอัตรากำไรขั้นต้น (Gross margin) ไว้ได้สูงที่ราว +44% เราประเมิน U-rate ในปี 2563/64 จะค่อยๆ ฟื้นตัวขึ้น และคาด Gross margin จะรักษาไว้ได้ที่ระดับ 43% โดย Catalyst บวกของ Aeroflex อยู่ที่มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของสหรัฐฯ

ii) **กลุ่มธุรกิจชิ้นส่วนยานยนต์ (Aeroklas):** ธุรกิจชิ้นส่วนยานยนต์ของ EPG ถูกถ่วงจากธุรกิจผลิตและจำหน่ายชิ้นส่วนยานยนต์ที่ออสเตรเลีย (TJM) ซึ่งในไตรมาสที่ผ่านมาทาง TJM มีการปรับโครงสร้างภายในจนสามารถที่จะพลิกฟื้นกลับมาสร้างผลการดำเนินงานให้พลิกเป็นกำไรได้แล้ว ขณะที่อุตสาหกรรมชิ้นส่วนยานยนต์ในไทย ยอดการผลิตเริ่มฟื้นตัวกลับสู่ระดับใกล้เคียงก่อนวิกฤตโควิด-19 เช่นกัน เราคาด U-rate เฉลี่ยของ Aeroklas จะค่อยๆ ฟื้นตัวขึ้น ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นคาดจะเพิ่มขึ้นเป็น 27% จากเฉลี่ย 25.9% ในปี 2562/63 นอกจากนี้ Upside ของ Aeroklas อยู่ที่การย้ายฐานการผลิตของค่ายรถ เพื่อผลิตรถยนต์ไฟฟ้า (อีวี) ในไทย โดยเฉพาะค่ายรถยนต์จากจีน

iii) **กลุ่มธุรกิจบรรจุภัณฑ์ (EPP):** ธุรกิจบรรจุภัณฑ์ของ EPP เป็นอีกหนึ่งธุรกิจที่ U-rate โดยรวมชะลอตัวลงเช่นเดียวกับ Aeoflex เนื่องจากการขยายกำลังการผลิตขึ้นมาอย่างต่อเนื่อง แต่การบริโภคในประเทศกลับชะลอตัว ทำให้ U-rate ของกลุ่มในปี 2562/63 ชะลอตัวลงเหลือ 60% จาก 62.5% ในปี 2561/62 และ Gross margin ก็ชะลอตัวลงในทิศทางเดียวกัน อย่างไรก็ดีคาด EPP จะรับ Sentiment บวกจากการปรับเปลี่ยนพฤติกรรมผู้บริโภคในช่วงวิกฤตโควิด-19 ทำให้มีการสั่งซื้ออาหารกลับไปรับประทานที่บ้านมากขึ้น คาดจะทำให้ U-rate ของ EPP เริ่มทรงตัวในปีนี้ที่ 60% และค่อยๆ ฟื้นตัวได้ในอนาคต ขณะที่คาด Gross margin ในปี 2563/64 จะค่อยๆ ฟื้นตัวเป็น 18.5% จาก 17.5% ในปีนี้

คาดกำไรเริ่มฟื้นตัวแรงปี 2563/64 คาดโต +41% YoY เราประเมินแนวโน้มผลการดำเนินงานของ EPG ที่เริ่มดีขึ้นในทุกส่วน ธุรกิจจะส่งผลให้กำไรปี 2563/64 โต +41% YoY โดยสมมติฐานยอดขายฟื้นตัวขึ้น +10% YoY และ Gross margin ฟื้นตัวขึ้นเป็น 30.8% จาก 29.2% ในปีที่ผ่านมา

แนะนำ "ซื้อ" ราคาเหมาะสมเท่ากับ 9.4 บาท/หุ้น

เราประเมินราคาเหมาะสม EPG ได้เท่ากับ 9.4 บาท อิงวิธี DCF โดยกำหนดสมมติฐาน WACC 8.4%, Terminal growth 3% ณ ราคาเหมาะสมที่เราประเมินคิดเป็นเป้าหมาย Forward PE ราว 20 เท่า (ค่าเฉลี่ย PE ในอดีตอยู่ที่ราว 23 เท่า)

ปัจจัยเสี่ยง อยู่ที่ i) ความผันผวนของราคาเม็ดพลาสติก ii) ค่าเงินบาทที่แข็งค่าเทียบดอลลาร์สหรัฐฯ และเทียบค่าเงินออสเตรเลีย iii) นโยบายของรัฐบาลใหม่สหรัฐฯ เรื่องค่าแรงขั้นต่ำ และภาษีนิติบุคคล

Disclaimer

บริษัทหลักทรัพย์ เคจีไอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ("บริษัท") มิได้ให้การรับรองใดๆ ถึงความถูกต้องและแท้จริงของข้อมูลในเอกสารนี้ ("ข้อมูล") ดังนั้นไม่ว่าจะด้วยเหตุใดก็ตาม บริษัทไม่ยอมรับความผิดความเสียหายในรายได้ หรือผลประโยชน์ใดๆ ทั้งทางตรงและทางอ้อมที่เกิดขึ้นจากการใช้ ข้อมูล และข้อมูลนี้มีไว้จัดทำขึ้นเพื่อเป็นการชักชวนหรือชี้แนะให้ซื้อขายหลักทรัพย์ใดๆ ทั้งนี้ ข้อมูลถูกจัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่เป็นปัจจุบันและ บริษัทสงวนสิทธิในการแก้ไขข้อความใดๆ ในเอกสารนี้โดยมีผลย้อนกลับจากหน้า

Figure 1: Discounted Free Cash Flow valuation

	2021/22F	2022/23F	2023/24F
EBIT * (1-T)	1,415	1,556	1,609
Depreciation	767	814	814
EBITDA (after tax)	2,182	2,370	2,423
Net change in working capital	608	332	24
CAPEX	-700	-700	-700
FCF (to firm)	874	1,338	1,699
Present value of FCF	874	1,234	1,446
Total present value of FCF (2013-2017)	3,553		
Terminal growth assumption (%)	3.0		
WACC (%)	8.4		
Terminal value	32,348		
Present value of terminal value	25,389		
Firm value	28,942		
Net debt	3,291		
Cash	699		
Equity value	26,350		
Total number of listed shares	2,800		
Value/share	9.4		

Source: Company data; KGI Research

Figure 2: Discounted Free Cash Flow valuation metric

		WACC (%)				
		7.5	8.0	8.4	9.0	9.5
Terminal growth (%)	2.0	6.8	6.0	5.9	5.5	5.0
	2.5	7.7	6.7	6.5	6.0	5.4
	3.0	8.8	7.6	9.4	6.7	5.9
	3.5	10.5	8.8	8.4	7.5	6.6
	4.0	13.0	10.4	9.8	8.7	7.5

Source: Company data; KGI Research

Disclaimer

บริษัทหลักทรัพย์ เคจีไอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (“บริษัท”) มิได้ให้การรับรองใดๆ ถึงความถูกต้องและแท้จริงของข้อมูลในเอกสารนี้ (“ข้อมูล”) ดังนั้นไม่ว่าจะด้วยเหตุใดก็ตาม บริษัทไม่ขอรับผิดชอบต่อความเสียหายในรายได้ หรือผลประโยชน์ใดๆ ทั้งทางตรงและทางอ้อมที่เกิดขึ้นจากการใช้ ข้อมูล และข้อมูลนี้มีได้จัดทำขึ้นเพื่อเป็นการชักชวนหรือชี้แนะให้ซื้อขายหลักทรัพย์ใดๆ ทั้งนี้ ข้อมูลถูกจัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่เป็นปัจจุบันและ บริษัทสงวนสิทธิในการแก้ไขข้อความใดๆ ในเอกสารนี้โดยมิต้องบอกกล่าวล่วงหน้า

Figure 3: Company profile

บริษัท อีสเทิร์นโพลีเมอร์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (“บริษัท” หรือ “EPG”) ดำเนินธุรกิจลักษณะการลงทุนในบริษัทอื่น หรือ Holding Company โดย EPG มุ่งเน้นการลงทุนในธุรกิจแปรรูปพลาสติกที่มีนวัตกรรมที่สร้างความแตกต่าง ได้แก่ (1) ธุรกิจผลิตและจำหน่ายฉนวนยางกันความร้อน/เย็น (4) ธุรกิจสนับสนุนอื่นๆ (2) ธุรกิจผลิตและจำหน่ายอุปกรณ์ชิ้นส่วนและตกแต่งยานยนต์ (5) ธุรกิจเพื่อการวิจัยและพัฒนา (3) ธุรกิจผลิตและจำหน่ายบรรจุภัณฑ์พลาสติก (6) ธุรกิจร่วมทุน

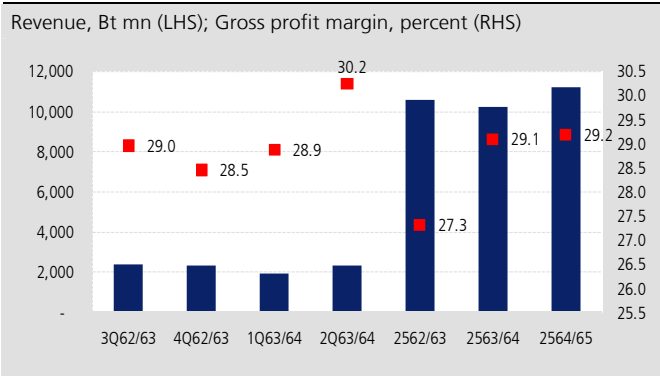
Source: Company data, KGI Research

Figure 4: โครงสร้างธุรกิจหลักของ EPG



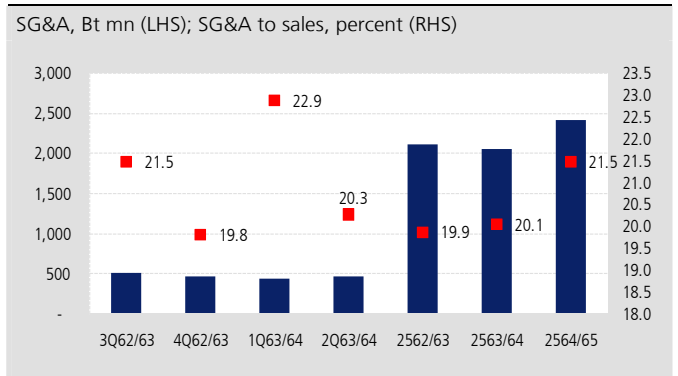
Source: Company data, KGI Research, Bloomberg

Figure 6: แนวโน้มยอดขายและอัตรากำไรขั้นต้น



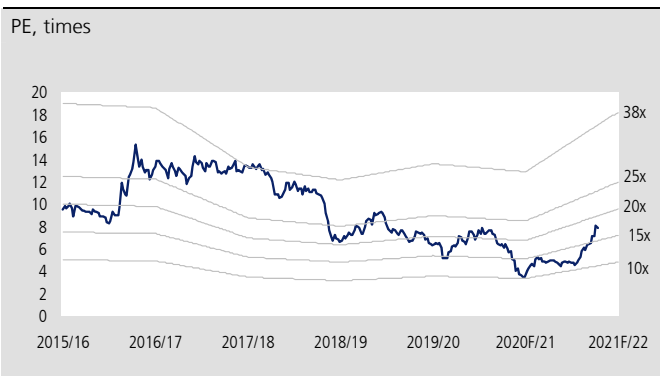
Source: Company data, KGI Research

Figure 6: แนวโน้มค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร



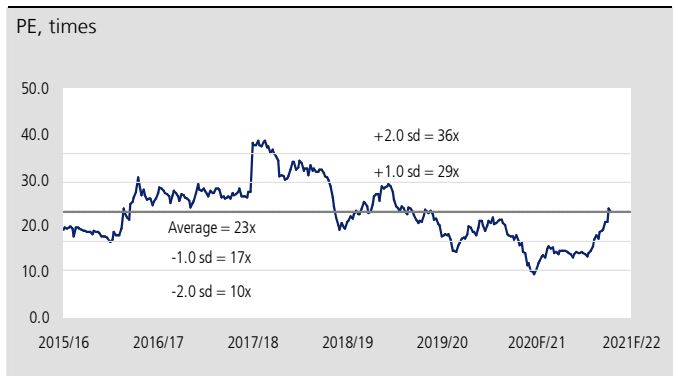
Source: Company data, KGI Research

Figure 7: PE band



Source: Company data, KGI Research

Figure 8: Historical PE



Source: Company data, KGI Research

Disclaimer

บริษัทหลักทรัพย์ เคจีไอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (“บริษัท”) มิได้ให้การรับรองใดๆ ถึงความถูกต้องและแท้จริงของข้อมูลในเอกสารนี้ (“ข้อมูล”) ดังนั้นไม่ว่าจะด้วยเหตุใดก็ตาม บริษัทไม่ขอรับผิดชอบต่อความเสียหายในรายได้ หรือผลประโยชน์ใดๆ ทั้งทางตรงและทางอ้อมที่เกิดขึ้นจากการใช้ ข้อมูล และข้อมูลนี้มิได้จัดทำขึ้นเพื่อเป็นการชักชวนหรือชี้แนะให้ซื้อขายหลักทรัพย์ใดๆ ทั้งนี้ ข้อมูลถูกจัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่เป็นปัจจุบันและ บริษัทสงวนสิทธิในการแก้ไขข้อความใดๆ ในเอกสารนี้โดยมิต้องบอกกล่าวล่วงหน้า

Balance Sheet

As of 31 Mar (Bt mn)	2018/19	2019/20	2020/21F	2021/22F	2022/23F
Total Assets	13,393	14,032	14,245	14,628	15,061
Current Assets	4,692	5,165	5,666	6,320	6,972
Cash & ST Investments	503	1,032	698	699	1,021
Inventories	2,408	2,412	2,715	2,916	3,016
Accounts Receivable	1,739	1,682	1,841	2,025	2,104
Others	42	39	412	680	832
Non-current Assets	8,702	8,867	8,579	8,308	8,089
LT Investments	2,160	2,229	2,229	2,229	2,229
Net fixed Assets	285	252	247	242	237
Others	6,257	6,387	6,104	5,837	5,623
Total Liabilities	3,078	3,458	3,291	3,137	2,974
Current Liabilities	2,576	2,143	1,941	1,987	1,984
Accounts Payable	1,269	1,077	1,303	1,399	1,447
ST Borrowings	1,262	1,026	600	550	500
Others	45	40	38	38	38
Long-term Liabilities	502	1,315	1,350	1,150	990
Long-term Debts	189	986	1,000	800	640
Others	313	330	350	350	350
Shareholders' Equity	10,315	10,574	10,954	11,491	12,087
Common Stock	2,800	2,800	2,800	2,800	2,800
Capital Surplus	3,825	3,753	3,753	3,753	3,753
Retained Earnings	3,690	4,021	4,401	4,938	5,533
Preferred Stock	0	0	0	0	0

Source: KGI Research

Key Ratios

Year to 31 Mar	2018/19	2019/20	2020/21F	2021/22F	2022/23F
Growth (% YoY)					
Sales	10.1	(3.4)	9.5	9.9	3.9
OP	(11.9)	9.6	(3.7)	41.0	10.0
EBITDA	(6.0)	6.1	(0.0)	27.1	8.7
NP	(8.7)	10.9	(5.3)	41.4	10.9
EPS	(8.7)	10.9	(5.3)	41.4	10.9
Profitability (%)					
Gross Margin	27.3	29.1	29.2	30.8	31.1
Operating Margin	7.4	9.0	7.7	10.6	11.2
EBITDA Margin	15.8	17.3	15.8	18.3	19.2
Net Profit Margin	8.5	9.8	8.5	10.9	11.6
ROAA	7.9	8.5	7.7	10.8	11.5
ROAE	8.8	9.6	8.8	12.0	12.6
Stability					
Gross Debt/Equity (%)	14.1	19.1	14.6	11.8	9.4
Net Debt/Equity (%)	9.2	9.3	8.2	5.7	1.0
Interest Coverage (x)	33.0	47.3	17.9	26.9	38.1
Interest & ST Debt Coverage (x)	6.7	12.8	9.8	19.1	42.8
Cash Flow Interest Coverage (x)	33.0	47.3	17.9	26.9	38.1
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	33.0	47.3	17.9	26.9	38.1
Current Ratio (x)	1.8	2.4	2.9	3.2	3.5
Quick Ratio (x)	0.9	1.3	1.3	1.4	1.6
Net Debt (Bt mn)	948	979	902	651	119
Per Share Data (Bt)					
EPS	0.32	0.36	0.34	0.48	0.53
CFPS	0.47	0.51	0.51	0.65	0.78
BVPS	3.68	3.77	3.91	4.10	4.31
SPS	3.78	3.65	3.99	4.39	4.56
EBITDA/Share	0.60	0.63	0.63	0.80	0.87
DPS	0.22	0.22	0.20	0.29	0.32
Activity					
Asset Turnover (x)	0.8	0.7	0.8	0.9	0.9
Days Receivables	59.4	61.1	57.4	57.3	59.0
Days Inventory	113.1	121.3	118.0	120.7	122.9
Days Payable	60.8	59.1	54.8	57.9	59.0
Cash Cycle	111.6	123.3	120.6	120.1	122.9

Source: KGI Research

Profit & Loss

Year to 31 Mar (Bt mn)	2018/19	2019/20	2020/21F	2021/22F	2022/23F
Sales	10,587	10,227	11,196	12,304	12,781
Cost of Goods Sold	7,693	7,251	7,928	8,515	8,806
Gross Profit	2,893	2,977	3,268	3,789	3,975
Operating Expenses	2,105	2,051	2,406	2,484	2,548
Operating Profit	788	925	862	1,305	1,427
Net Interest	(40)	(30)	(80)	(68)	(57)
Interest Income	0	0	0	0	0
Interest Expense	40	30	80	68	57
Net Investment Income/(Loss)	175	127	80	120	144
Net other Non-op. Income/(Loss)	36	42	112	61	64
Net Extraordinaries	(3)	7	5	(5)	(10)
Pretax Income	956	1,071	979	1,413	1,567
Income Taxes	52	68	29	71	79
Normalised Net Profit	908	1,000	950	1,343	1,489
Net Profit	904	1,003	950	1,343	1,489
EPS (Bt)	0.32	0.36	0.34	0.48	0.53

Source: KGI Research

Cash Flow

Year to 31 Mar (Bt mn)	2018/19	2019/20	2020/21F	2021/22F	2022/23F
Operating Cash Flow	1,322	1,425	1,435	1,824	2,182
Net Profit	904	1,003	950	1,343	1,489
Depreciation & Amortization	672	679	719	767	814
Change in Working Capital	(126)	(153)	(229)	(290)	(130)
Others	-128	-104	-5	5	10
Investment Cash Flow	(581)	(749)	(700)	(700)	(700)
Net CAPEX	(612)	(806)	(700)	(700)	(700)
Change in LT Investment	82	69	-	-	-
Change in Other Assets	(51)	(13)	-	-	-
Free Cash Flow	742	676	735	1,124	1,482
Financing Cash Flow	(644)	(87)	(1,060)	(1,123)	(1,160)
Change in Share Capital	0	0	0	0	0
Net Change in Debt	9	592	(491)	(318)	(267)
Change in Other LT Liab.	(653)	(678)	(569)	(806)	(893)
Net Cash Flow	98	589	(325)	1	322

Source: KGI Research

<http://www.kgiworld.co.th>

*บริษัทอาจเป็นผู้ออกไปสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์บนหลักทรัพย์นี้

Disclaimer

บริษัทหลักทรัพย์ เคจีไอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ("บริษัท") มิได้ให้การรับรองใดๆ ถึงความถูกต้องและแท้จริงของข้อมูลในเอกสารนี้ ("ข้อมูล") ดังนั้นไม่ว่าจะด้วยเหตุใดก็ตาม บริษัทไม่ยอมรับความรับผิดชอบต่อความเสียหายในรายได้ หรือผลประโยชน์ใดๆ ทั้งทางตรงและทางอ้อมที่เกิดขึ้นจากการใช้ ข้อมูล และข้อมูลนี้มิได้จัดทำขึ้นเพื่อเป็นการชักชวนหรือชี้แนะให้ซื้อขายหลักทรัพย์ใดๆ ทั้งนี้ ข้อมูลถูกจัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่เป็นปัจจุบันและ บริษัทสงวนสิทธิในการแก้ไขข้อความใดๆ ในเอกสารนี้โดยมิต้องบอกกล่าวล่วงหน้า