

บมจ. ปูนซีเมนต์ไทย (SCC)

แนวโน้มการเติบโตของกำไรแข็งแกร่งในปี 2021

กลยุทธ์ของ SCC คือ 1) ยังคงมุ่งเน้นไปที่ผลิตภัณฑ์ HVA ซึ่งมี Premium Spread มากกว่าผลิตภัณฑ์เกรดมาตรฐาน และ 2) มุ่งเน้นไปที่พื้นที่ตลาดที่มีการเติบโตสูง เราคาดว่าผลประกอบการของทุกกลุ่มธุรกิจจะดีดกลับอย่างรวดเร็วจากส่วนต่างราคาโพลีเอทิลีนที่แข็งแกร่งขึ้น รวมถึงส่วนแบ่งกำไรที่มากขึ้นจากโครงการใหม่ ๆ ที่จะเปิดดำเนินงาน เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2021 เพื่อสะท้อนสมมติฐาน ส่วนต่างราคา HDPE ใหม่ คงคำแนะนำ ซื้อ โดยให้ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 500.00 บาท

WHAT'S NEW

- **ยังคงมุ่งเน้นไปที่ผลิตภัณฑ์ HVA** กลยุทธ์โดยรวมของ SCC ยังคงมุ่งเน้นไปที่ผลิตภัณฑ์ที่มีมูลค่าเพิ่มสูง (HVA) ซึ่งมี Premium Spread มากกว่าผลิตภัณฑ์เกรดมาตรฐานอยู่ที่ 100-150 เหรียญสหรัฐ/ตัน และยังคงมุ่งเน้นไปที่พื้นที่ตลาดที่มีการเติบโตสูง โดยเฉพาะตลาดออนไลน์ผ่านแพลตฟอร์ม E-Marketplace
- **ผลประกอบการธุรกิจเคมีภัณฑ์ (50-55% ของกำไรกลุ่ม SCC) ยังคงแข็งแกร่ง** ซึ่งเป็นผลมาจากส่วนต่างราคาเคมีภัณฑ์ที่แข็งแกร่ง เนื่องจากส่วนต่างระหว่างราคา HDPE-เนฟทา เพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบ 2 ปี อยู่ที่ 640 เหรียญสหรัฐ/ตันในปัจจุบัน (4Q20 qtd: 593 เหรียญสหรัฐ, 3Q20: 522 เหรียญสหรัฐ) จากความต้องการที่ฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งจากจีนและการขาดแคลนตู้คอนเทนเนอร์ทั่วโลก โดยเฉพาะในจีน ซึ่งคาดว่าจะต่อเนื่องไปถึงปี 2021 ผู้บริหารยังคงมั่นใจว่าส่วนต่างราคา HDPE-เนฟทาในปี 2021 จะสูงกว่าปี 2020 ytd ที่ 486 เหรียญสหรัฐ/ตัน ได้รับแรงหนุนจาก 1) การฟื้นตัวของอุปสงค์ทั่วโลก และอุปทานเอทิลีนใหม่ทั่วโลกที่น้อยลง (+5.8% yoy ในปี 2021 เทียบกับ +6.5% yoy ในปี 2020) และ 2) การเติบโตของอุปทานจะยังคงชะลอตัวใน 2-3 ปีข้างหน้า (2022: +4.7%, 2023: +4.2%, 2024: +3.0%) กลยุทธ์ของ SCC คือ มุ่งเน้นไปที่ผลิตภัณฑ์ HVA และการเพิ่มกำลังการผลิตมากขึ้น SCC ตั้งเป้าขยายการผลิต 70% ภายในปี 2023 ประกอบด้วย 1) โรงงานมาบตาพุดโอเลฟินส์ (MOC) โครงการ Debottleneck ซึ่งมีกำลังการผลิตอยู่ที่ 0.35 ล้านตันต่อปี คาดว่าจะดำเนินการเปิดเชิงพาณิชย์ (COD) ได้ในกลางปี 2021 และ 2) โครงการ Long Son Integrated Petrochemicals (LSP) ในเวียดนาม ซึ่งมีกำลังการผลิตอยู่ที่ 2.95 ล้านตันต่อปี จะดำเนินการเปิดเชิงพาณิชย์ในกลางปี 2023
- **ผลประกอบการธุรกิจปูนซีเมนต์ (25% ของกำไรกลุ่ม SCC) คาดว่าจะดีขึ้นเล็กน้อยในปี 2021** เราคาดว่าผลประกอบการธุรกิจปูนซีเมนต์ในปี 2021 จะมีการ upside จากงบประมาณภาครัฐที่เพิ่ม 2.7% yoy ในปี 2021 (53% ของโครงการโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ได้รับการอนุมัติแล้ว) SCC ตั้งเป้าที่จะรักษา Margins โดย 1) ดำเนินโครงการประหยัดต้นทุนอย่างต่อเนื่อง 2) เสนอบริการและโซลูชันเพิ่มเติมให้กับลูกค้า และ 3) ขยายไปสู่แพลตฟอร์มตลาดออนไลน์มากขึ้นทั่วภูมิภาคอาเซียน

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Net turnover	478,438	437,980	401,328	434,380	445,639
EBITDA	76,480	58,104	53,139	71,518	67,309
Operating profit	51,705	34,173	28,822	45,310	39,212
Net profit (rep./act.)	44,748	32,014	30,098	40,328	42,426
Net profit (adj.)	46,388	38,194	32,638	40,328	42,426
EPS (Bt)	38.7	31.8	27.2	33.6	35.4
PE (x)	10.2	12.3	14.4	11.7	11.1
P/B (x)	1.7	1.7	1.5	1.2	1.2
EV/EBITDA (x)	9.4	12.3	13.5	10.0	10.7
Dividend yield (%)	4.6	4.4	3.0	3.4	3.9
Net margin (%)	9.4	7.3	7.5	9.3	9.5
Net debt/(cash) to equity (%)	56.0	67.3	60.8	44.6	44.4
Interest cover (x)	11.2	9.0	6.4	8.6	92.0
ROE (%)	16.6	11.5	10.2	11.7	10.8
Consensus net profit	-	-	33,839	35,376	35,357
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.96	1.14	1.20

Source: SCC, Bloomberg, UOB Kay Hian

BUY

(Maintained)

Share Price	Bt391.00
Target Price	Bt500.00
Upside	+27.9%
(Previous TP)	Bt414.00

COMPANY DESCRIPTION

Siam Cement operates as a holding company which is engaged in the industrial supplies and construction industries. It operates three core businesses - chemical, paper and cement.

STOCK DATA

GICS sector	Materials
Bloomberg ticker:	SCC TB
Shares issued (m):	1,200.0
Market cap (Btm):	471,600.0
Market cap (US\$m):	15,677.1
3-mth avg daily t'over (US\$m):	36.8

Price Performance (%)

52-week high/low Bt398.00/Bt267.00

1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
8.9	13.6	9.8	3.1	0.3

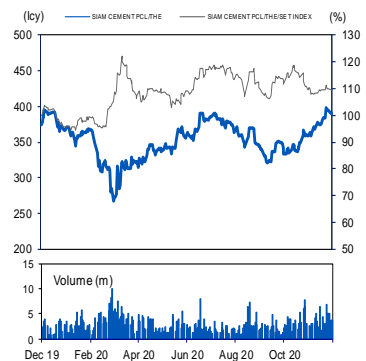
Major Shareholders

Shareholder	%
Maha Vajiralongkorn	33.3
Stock Exchange of Thailand	10.0
STATE STREET Corp	4.3

FY20 NAV/Share (Bt) 259.73

FY20 Net Debt/Share (Bt) 158.02

PRICE CHART



Source: Bloomberg

ANALYST(S)

Chaiwat Arsirawichai
+662 659 8301
chaiwat@uobkayhian.co.th

- ผลประกอบการธุรกิจบรรจุภัณฑ์ (20% ของกำไรกลุ่ม SCC) ยังคงแข็งแกร่ง SCC วางแผนจะเป็นผู้เล่นแบบครบวงจร (โดยใช้กลยุทธ์การผสมผสานแนวนอนและแนวตั้งที่กว้างขึ้น) ในเวียดนาม อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ นอกจากนี้ SCC จะมุ่งเน้นไปที่การรักษา Margins และความสามารถในการแข่งขัน SCC ตั้งเป้าที่จะเพิ่มรายได้เป็นสองเท่าในอีก 5 ปีข้างหน้า

STOCK IMPACT

- **คาดการณ์กำไรปี 4Q20 จะอ่อนแอ qoq ...** เราคาดว่ากำไรปกติของ SCC จะอ่อนแอ qoq ใน 4Q20 โดยถูกกดดันจากปริมาณการขายผลิตภัณฑ์ HDPE และ PP ที่ลดลง เนื่องจาก SCC มีแผนที่จะปิดซ่อมบำรุงโรงงานมาบตาพุดโอเลฟินส์ (MOC) เป็นระยะเวลาประมาณ 45 วันใน 4Q20 (ปริมาณ PE น่าจะลดลงอยู่ที่ 120,000-130,000 ตัน) นอกจากนี้ เราคาดว่ารายได้เงินปันผลจาก JVs (โตโยต้า และคูโบต้าประเทศไทย) น่าจะน้อยลงใน 4Q20 เนื่องจากผลการดำเนินงานในช่วง 1H20 ได้รับผลกระทบอย่างหนักจากการระบาดของไวรัส COVID-19
- **...ก่อนที่จะดีดกลับใน 1H21** เราคาดว่าผลประกอบการใน 1H21 ของ SCC จะฟื้นตัวดีขึ้นอย่างแข็งแกร่งจาก 1) โรงงานมาบตาพุดโอเลฟินส์ (MOC) กลับมาดำเนินการต่อ และ 2) โครงการ Debottleneck ของโรงงานมาบตาพุดโอเลฟินส์ที่คาดว่าจะเริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ใน 2Q21 นอกจากนี้เราคาดว่าส่วนต่างราคา HDPE จะยังคงแข็งแกร่งใน 1H21 จากการฟื้นตัวของอุปสงค์และปัญหาการขาดแคลนตู้คอนเทนเนอร์ที่ยังมีอยู่ถึง 1H21

EARNINGS REVISION/RISK

- เราปรับประมาณการกำไรสำหรับปี 2021 ของเราขึ้น 18% เพื่อสะท้อนสมมติฐานส่วนต่างราคา HDPE ใหม่ของเราที่ 545 เหรียญสหรัฐ/ตัน ในปี 2021 จาก 450 เหรียญสหรัฐ/ตัน ก่อนหน้า

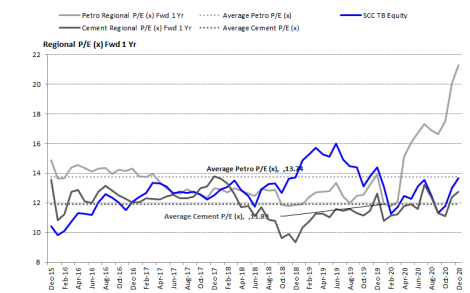
VALUATION/RECOMMENDATION

- **คงคำแนะนำ ซื้อ โดยให้ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 500.00 บาท (จากเดิม 414.00 บาท)** อิงวิธี SOTP ราคาเป้าหมายใหม่ของเราเป็นปัจจัยในราคาเป้าหมายใหม่ของเราที่ 50.00 บาท (จากเดิม 42.00 บาท) สำหรับธุรกิจบรรจุภัณฑ์ SCG และ สมมติฐานส่วนต่างราคา HDPE ใหม่ของเราที่ 545 เหรียญสหรัฐ /ตัน (จากเดิม 440 เหรียญสหรัฐ/ตัน) SCC ซื้อขายที่ PE 2021F ที่ 11.7 เท่าซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PE ปีโตเรคม์ของภูมิภาคที่ 14 เท่า ภายในกลุ่ม O&G PTTGC และ IVL ยังคงเป็นหุ้นเด่นของเราเนื่องจากเราคาดว่ากำไรจะกลับมาฟื้นตัวใน 2-3 ไตรมาสถัดไป โดยได้รับแรงหนุนจากราคาปิโตรเคมีที่สูงขึ้นและส่วนต่างราคา

SHARE PRICE CATALYST

- ส่วนต่างราคา HDPE และ PP ที่ปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง

REGIONAL PE MEAN



Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

EARNINGS FORECAST REVISIONS

(Btm)	2020 Net Profit		2021 Net Profit	
	old	new	old	new
Chemical	14,215	14,215	16,939	23,608
Cement	7,515	7,515	7,927	7,927
Paper	7,078	7,078	6,241	6,241
Others	1,290	1,290	3,069	2,552
Total	30,098	30,098	34,176	40,328
Assumption (US\$/tonne)	old	new	old	new
HDPE Price	800	800	800	950
HDPE Spread	476	476	440	545
PP Spread	526	526	490	545

Source: UOB Kay Hian

SOTP VALUATION

	Equity value	Bt/share	Methodology
Chemical	323,429	270	14x PE
Cement	91,164	76	12x PE
Paper	161,641	135	26x PE
Others	24,243	20	10x PE
Total	600,477	500	

Source: Bloomberg, UOB Kay Hian