

Thailand Construction Sector

เร่งลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐาน

Sector Valuation			Current	Target	Market	Norm EPS grw		Norm PE		P/BV		Div. yield	
Company	BBG Code	Rec.	price (Bt)	Price (Bt)	Cap (US\$ m)	2021F (%)	2022F (%)	2021F (x)	2022F (x)	2021F (x)	2022F (x)	2021F (%)	2022F (%)
CH. Karnchang Pcl	CK TB	BUY	19.80	26.00	1,066	120.3	48.1	45.2	30.5	1.3	1.2	0.9	1.3
Seafco Pcl	SEAFKO TB	BUY	4.92	5.60	116	(32.7)	94.5	35.0	18.0	2.2	2.0	1.4	2.8
Sino-Thai Eng & Con	STEC TB	BUY	14.40	19.00	698	19.5	24.0	21.2	17.1	1.5	1.4	1.4	1.8

Source: Thanachart estimates, Based on 21 June 2021 closing prices

หลังสองปีที่ไม่ม่มีโครงการใหม่ เราคาดว่ารัฐบาลจะเร่งประมูลโครงการขนาดใหญ่ในวาระที่เหลืออยู่ เรามองว่ามูลค่าโครงการรวม 4.21 แสนลบ. ในปี 2021-22F นั้นเพียงพอสำหรับ CK, STEC และ SEAFKO ให้นำหนักลงทุนเป็น "OVERWEIGHT"

ปรับเพิ่มน้ำหนักลงทุนเป็น "OVERWEIGHT"

ปัจจุบันเราให้น้ำหนักลงทุนกลุ่ม เป็น "OVERWEIGHT" (จาก Underweight) เนื่องจาก 1) เราคาดว่ารัฐบาลจะเร่งประมูลโครงการขนาดใหญ่ในช่วงวาระที่เหลืออยู่ มูลค่ารวม 4.21 แสนลบ. (3.63 แสนลบ. ของมูลค่าการก่อสร้าง) 2) เราคาดว่าโครงการที่ประมูลแล้ว (สนามบินอุตะปะกาของ STEC มูลค่า 2.7 หมื่นลบ. และโรงไฟฟ้าพลังน้ำหลวงพระบางมูลค่า 8.1 หมื่นลบ. ของ CK) บางโครงการจะเริ่มก่อสร้างในปีหน้า 3) ด้วยแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยที่ขึ้น เราคาดว่ากำไรของกลุ่มจะฟื้นตัว 39% ในปีนี้ และ 16-37% ในปี 2022-23F และ 4) กลุ่มซื้อ PE ที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 7 ปี ซึ่งเรามองว่าเป็นระดับที่น่าสนใจ เมื่อพิจารณาถึงแนวโน้มที่แข็งแกร่ง Exhibit 1 แสดงการปรับกำไร และราคาเป้าหมายของเรา

เร่งประมูลโครงการ

จากมูลค่าการก่อสร้างรวม 3.63 แสนลบ. เราคาดว่า 2.06 แสนลบ. (1.27 แสนลบ. ประมูลแล้วใน 1H21) จะเปิดประมูลในปีนี้ และมูลค่า 1.57 แสนลบ. ในปี 2022F เราคาดว่าโครงการประมูลโครงการดังกล่าวจะไม่เป็นภาระต้องงบประมาณประจำปีของรัฐบาลมากเกินไป เนื่องจาก 26% ของมูลค่าดังกล่าวจะประมูลภายใต้สัญญา PPP ที่ให้เอกชนเป็นผู้ลงทุนทั้งหมด โครงการหลัก ได้แก่ โครงการรถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้ 7.9 หมื่นลบ. และรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก มูลค่า 9.6 หมื่นลบ.

เข้าสู่รอบการเติบโต 6 ปี

ด้วยไม่มีการประมูลโครงการเมกะโปรเจกใหม่เป็นเวลา 2 ปี จึงทำให้มูลค่างานในมือของกลุ่ม ลดลงเหลือ 1.12 แสนลบ. ในปี 2020 เทียบกับระดับสูงสุดที่ 1.78 แสนลบ. ในปี 2017 กำไรของกลุ่ม ลดลงเหลือ 1.4 พันลบ. ในปี 2020 เทียบกับระดับสูงสุดที่ 3.2 พันลบ. ในปี 2018 เราคาดว่าปี 2020 จะเป็นปีที่ต่ำสุด และคาดว่าจะเข้าสู่รอบการเติบโต 6 ปีที่ 37-39% ในปี 2021-22F และ 3-16% ในปี 2023-25F เนื่องจากมูลค่าโครงการทั้งหมดต่ำกว่า 1.1 ล้านลบ. ในรอบการเติบโตที่ผ่านมาในปี 2016-19 เราจึงคาดว่าเฉพาะบริษัทใหญ่ ซึ่งได้แก่ CK และ STEC และผู้รับเหมาเสาเข็มรายใหญ่ที่สุดอย่าง SEAFKO ที่จะเป็นผู้รับผลประโยชน์หลัก เราสมมติให้ไม่มีการประมูลโครงการในช่วงที่มีการเลือกตั้งในปี 2023F แต่กำไรยังคงเติบโตจากงานในมือสะสมในปี 2021-22F

ให้ CK เป็น Top Sector Pick แทน STEC

ขณะที่เราแนะนำ "ซื้อ" STEC และปรับเพิ่มคำแนะนำ SEAFKO เป็น "ซื้อ" จากถือ ปัจจุบันเรามองว่า CK เป็นผู้ได้ประโยชน์ที่สุดของรอบนี้ เนื่องจาก 1) เราคาดว่า CK จะมีกำไรเติบโตแข็งแกร่งที่สุดที่ 29-120% ในปี 2021-22F โดยได้แรงหนุนจากการมีมูลค่างานใหม่มากที่สุด (ส่วนต่อขยายรถไฟฟ้าสายสีส้ม 8.1 หมื่นลบ. และโรงไฟฟ้าพลังน้ำหลวงพระบาง 9.5 หมื่นลบ.) และกำไรจากการฟื้นตัวของธุรกิจของบริษัทรวม ขณะที่ STEC มีกำไรเติบโตที่ 2-24% 2) CK มีมูลค่าถูกกว่า STEC โดยมีส่วนลด 48% จากมูลค่าตลาดของบริษัทรวม ซึ่งหมายความว่าได้ธุรกิจก่อสร้างมาแบบฟรี เทียบกับที่มีส่วนลดเฉลี่ย 54% ในปี 2020, 45% ในปี 2019 และ 10-26% ในปี 2017-18

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ฯ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไม่เข้าข่าย ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

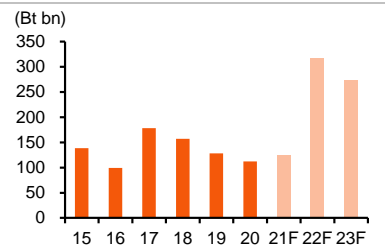


SAKSID PHADTHANARAK

662 - 779 9112

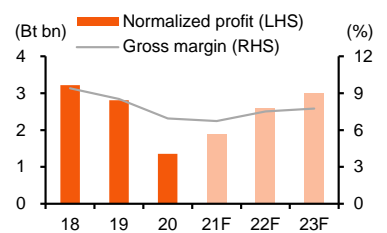
saksid.pha@thanachartsec.co.th

The Three Contractors' Backlog Value



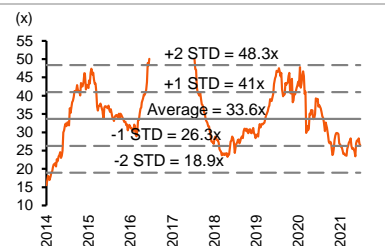
Sources: Company data, Thanachart estimates

Gross Margin Vs Normalized Profit



Sources: Company data, Thanachart estimates

The Sector's Standard Deviation



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates



Ex 1: Earnings And TP Revisions

	2021F	2022F	2023F	TP (Bt/shr)
CK's Normalized earnings (Bt m)				
New	742	1099	1,416	26.0
Old	743	1,090	1,323	24.0
Change (pp)	(0.1)	0.8	7.0	8.3
STEC's Normalized earnings (Bt m)				
New	1,036	1,286	1,314	19.0
Old	1,060	1,325	1,407	18.5
Change (pp)	(2.3)	(2.9)	(6.6)	2.7
SEAFCO's Normalized earnings (Bt m)				
New	104	202	280	5.6
Old	104	202	247	4.9
Change (%)	-	-	13.5	14.3

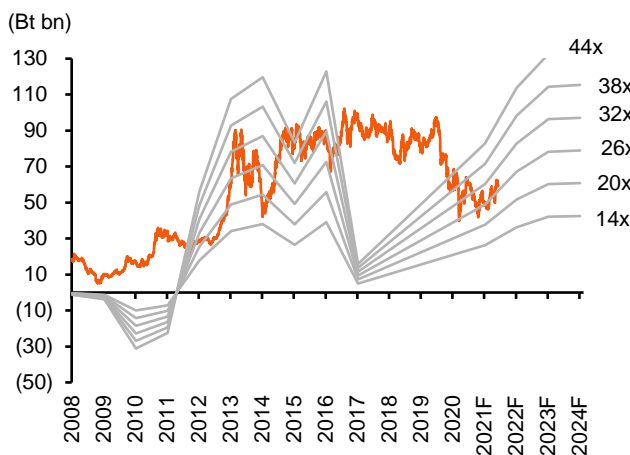
Source: Thanachart estimates

Ex 2: Potential Infrastructure Project Bids In 2021-23F

Project	Construction Value (Bt bn)	Bids in 2021F (Bn)	Bids in 2022F (Bn)	Bids in 2023F (Bn)	Bids in 2024F (Bn)
Projects already bid out					
Double-track Denchai - Chiang Khong	72	72			
Double-track Banpai – Nakhon Pranom	55	55			
Potential projects					
South Purple Line	79	79	-	-	-
West Orange Line	96	-	96	-	-
Red Line Extension	67	-	-	-	67
Double-track Chira – Ubon	36	-	36	-	-
Double-track Khon Kaen - Nong Khai	25	-	25	-	-
Total new work value	430	206	157	-	67

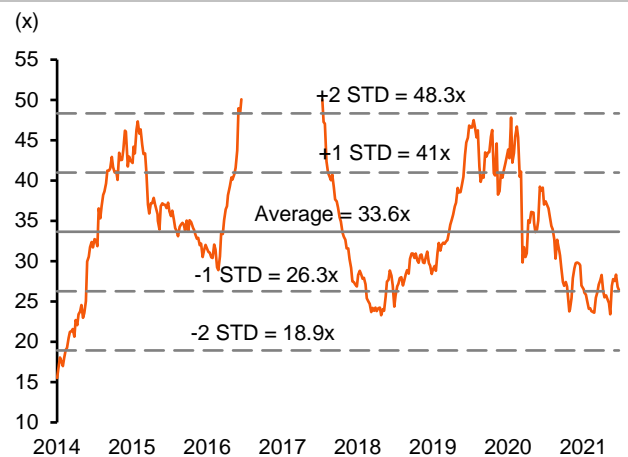
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Sector's PE Band



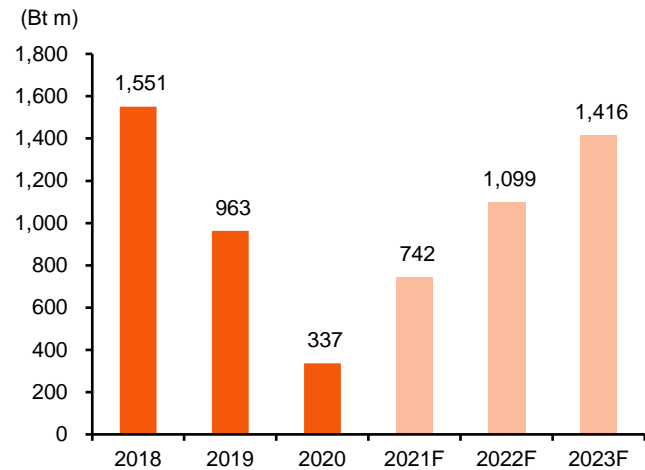
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 4: Sector's PE Standard Deviation



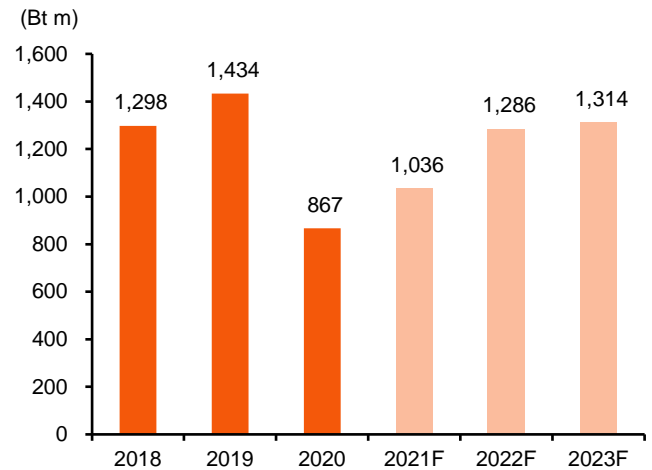
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 5: CK's Earnings



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: STEC's Earnings



Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 7: Peer Valuation Comparison

Name	BBG code	Current	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
		Price (Bt)	21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Italian-Thai Devel. Pre-Built	ITD TB PREB TB	2.68 8.60	85.2 69.5	na 6.6	na 9.6	na 9.0	1.2 na	1.2 na	11.4 8.4	10.5 8.0	0.0 6.7	0.0 7.2
Unique Eng & Const.	UNIQ TB	7.85	32.4	3.7	29.6	28.6	na	na	10.0	9.7	na	na
CH Karnchang*	CK TB	19.80	120.3	48.1	45.2	30.5	1.3	1.2	1,022.7	205.4	0.9	1.3
Seafoo Pcl*	SEAFCO TB	4.92	(32.7)	94.5	35.0	18.0	2.2	2.0	12.1	8.3	1.4	2.8
Sino Thai Eng. & Cons*	STEC TB	14.40	19.5	24.0	21.2	17.1	1.5	1.4	7.7	6.0	1.4	1.8
Average			49.0	35.4	28.1	20.6	1.6	1.5	178.7	41.3	2.1	2.6

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth

Based on 21-Jun-21 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 8: Sector Valuation Comparison

		CK TB	SEAFCO TB	STEC TB	Industry
Rating		BUY	BUY	BUY	Overweight
Market cap	(US\$ m)	1,066	116	698	
Target price (Bt)	Thanachart	26.00	5.60	19.00	
	Consensus	22.63	5.35	17.83	
Consensus rec.	BUY	17	2	14	
	HOLD	0	5	3	
	SELL	0	1	1	
Sales (Bt m)	2020	16,941	2,560	35,841	55,342
	2021F	13,842	2,203	36,304	52,350
	2022F	18,722	2,444	37,825	58,991
	2023F	26,611	2,754	38,574	67,939
Norm profits (Bt m)	2020	337	154	867	1,358
	2021F	742	104	1,036	1,883
	2022F	1,099	202	1,286	2,587
	2023F	1,416	280	1,314	3,010
Sales growth (%)	2020	(26.9)	(15.6)	8.6	(6.5)
	2021F	(18.3)	(13.9)	1.3	(5.4)
	2022F	35.3	10.9	4.2	12.7
	2023F	42.1	12.7	2.0	15.2
Norm EPS growth (%)	2020	(65.0)	(62.3)	(39.5)	(51.6)
	2021F	120.3	(32.7)	19.5	38.6
	2022F	48.1	94.5	24.0	37.4
	2023F	28.8	38.6	2.2	16.3
Operating margin (%)	2020	(2.5)	7.6	2.5	1.2
	2021F	(5.2)	5.2	3.0	0.9
	2022F	(2.7)	9.5	3.7	1.9
	2023F	(0.5)	11.8	3.6	2.4
ROE (%)	2020	1.3	9.6	6.0	5.6
	2021F	2.8	6.4	7.0	5.4
	2022F	4.1	11.8	8.3	8.1
	2023F	5.1	14.9	8.0	9.4
Dividend yield (%)	2020	1.0	2.0	2.1	1.7
	2021F	0.9	1.4	1.4	1.2
	2022F	1.3	2.8	1.8	1.9
	2023F	1.7	3.9	1.8	2.4
P/BV (x)	2020	1.3	2.3	1.5	1.4
	2021F	1.3	2.2	1.5	1.4
	2022F	1.2	2.0	1.4	1.3
	2023F	1.2	1.9	1.3	1.3
Norm PE (x)	2020	99.5	23.6	25.3	43.5
	2021F	45.2	35.0	21.2	31.4
	2022F	30.5	18.0	17.1	22.9
	2023F	23.7	13.0	16.7	19.6
EV/EBITDA (x)	2020	227.7	9.6	8.4	81.9
	2021F	1,022.7	12.1	7.7	347.5
	2022F	205.4	8.3	6.0	73.2
	2023F	86.9	6.4	5.3	32.9
Net D/E (x)	2020	1.3	0.2	(0.4)	0.4
	2021F	1.2	0.1	(0.4)	0.3
	2022F	1.2	(0.0)	(0.4)	0.2
	2023F	1.0	(0.1)	(0.5)	0.2

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET INDEX	3.0	2.2	18.4	10.5	—	—	—	—
Construction	6.4	0.1	16.9	13.6	3.4	(2.1)	(1.5)	3.1
CK TB	4.2	12.5	(2.9)	19.3	1.2	10.3	(21.4)	8.8
SEAFCO TB	0.8	2.1	(8.9)	10.8	(2.2)	(0.1)	(27.3)	0.3
STEC TB	(5.3)	(3.4)	(7.1)	13.4	(8.3)	(5.6)	(25.5)	2.9

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้รับเหมาระดับ Class-A สามารถประมูลโครงการก่อสร้างได้ทั้งหมด
- มีความเชี่ยวชาญโครงการก่อสร้างขนาดใหญ่

O — Opportunity

- ประเทศไทยกำลังอยู่ในช่วงกลางของการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานรอบใหม่
- รัฐบาลตั้งใจที่จะลงทุนในโครงการโครงสร้างพื้นฐานเพื่อพัฒนาความได้เปรียบในการแข่งขันของไทย และดึงดูดการลงทุนภาคเอกชน

W — Weakness

- รายได้ส่วนใหญ่มาจากโครงการที่ต้องประมูล และไม่มีกำไรที่ผู้รับเหมาจะชนะประมูล
- ธุรกิจรับเหมาก่อสร้างเป็นธุรกิจที่ใช้แรงงานเป็นหลัก ทำให้มีความเสี่ยงจากค่าแรงเพิ่ม และการขาดแคลนแรงงาน

T — Threat

- ความผันผวนของราคาสินค้าก่อสร้างเป็นความเสี่ยงหลัก ขณะที่ค่าแรงขั้นต่ำจะสูงขึ้นในปีหน้า
- หนี้สาธารณะอาจเป็นสาเหตุให้รัฐบาลเลื่อนการลงทุนในโครงการโครงสร้างพื้นฐาน

REGIONAL COMPARISON

Name	—EPS growth—		— PE —		— P/BV —		— EV/EBITDA —		— Div. Yield —	
	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
China	11.5	9.0	3.8	3.5	0.5	0.4	7.4	6.6	4.7	5.0
India	(31.5)	109.9	28.9	13.6	1.7	1.6	11.6	6.9	0.5	0.7
Malaysia	(1.7)	28.5	20.2	15.5	0.8	0.7	13.0	10.9	1.7	3.1
South Korea	30.4	10.5	9.6	8.6	1.2	1.0	5.0	4.6	1.2	1.5
Thailand	38.6	37.4	31.4	22.9	1.4	1.3	347.5	73.2	1.2	1.9
Average	9.5	39.1	18.8	12.8	1.1	1.0	76.9	20.4	1.9	2.4
CK TB	120.3	48.1	45.2	30.5	1.3	1.2	1,022.7	205.4	0.9	1.3
SEAFCO TB	(32.7)	94.5	35.0	18.0	2.2	2.0	12.1	8.3	1.4	2.8
STEC TB	19.5	24.0	21.2	17.1	1.5	1.4	7.7	6.0	1.4	1.8
Average	38.6	37.4	31.4	22.9	1.4	1.3	347.5	73.2	1.2	1.9

Sources: Bloomberg Consensus

Note: * Thanachart estimate – using normalized EPS

BUY (Unchanged)

TP: Bt 26.00

(From: Bt 24.00)

Change in Numbers

Upside : 31.3%

22 JUNE 2021

Ch. Karnchang Pcl (CKTB)

รวมโครงการสายสีส้มตะวันตก

รวมโครงการสายสีส้มตอนตะวันตก เราจึงปรับเพิ่มมูลค่างานใหม่ของเราสำหรับ CK ขึ้น 100% ในปี 2022F กำไรของเราจึงเพิ่มขึ้น 1-7% ในปี 2022-23F และราคาเป้าหมายเพิ่มเป็น 26 บาท ด้วยกำไรเติบโตสูงสุดในกลุ่มฯ ที่ 29-120% ในปี 2021-23F ขณะที่หุ้นยังคงซื้อขายที่มีส่วนลด 48% จากมูลค่าตลาดของบริษัทรวม CK จึงเป็น Top Sector Pick ของเรา



SAKSID PHADTHANARAK

662 - 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

โครงการสายสีส้มตอนตะวันตก

การประมูลสำหรับก่อสร้างและดำเนินการโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก (1.27 แสนลบ.) เปิดในช่วงปลายปี 2020 แต่ถูกยกเลิกเนื่องจากมีการเปลี่ยนแปลงวิธีประมูลโดยเจ้าของโครงการ - การรถไฟฟ้าขนส่งมวลชน (รฟม.) ทำให้มีผู้เสนอราคาหลายรายหนึ่งฟ้องศาล ซึ่งคดียังคงอยู่ระหว่างการพิจารณา แต่เราคาดว่า รฟม. จะเปิดการประมูลอีกครั้งในหน้า เนื่องจาก 1) เรามองว่าโครงการโครงสร้างพื้นฐานเป็นหนึ่งในมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลหลังโควิดจบลง 2) รถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตกจะดำเนินการภายใต้โครงการความร่วมมือภาครัฐและภาคเอกชน ดังนั้นจึงไม่เป็นการต้องงบประมาณของรัฐบาล และ 3) การประมูลที่ล่าช้าหมายความว่าไม่มีผู้ดำเนินการโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันออก ซึ่งมีกำหนดแล้วเสร็จในปี 2023 และรัฐบาลจะต้องจ่ายค่าบำรุงรักษา 150-200 ลบ. ต่อปี

ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 26 บาท คงคำแนะนำ "ซื้อ"

เรามองว่า BEM จะชนะโครงการนี้ เนื่องจากได้เปรียบในการดำเนินงาน (เป็นผู้ให้บริการรถไฟฟ้าใต้ดินรายเดียวในประเทศไทย) มีต้นทุนที่ต่ำกว่า (ประหยัดจากขนาด) และมีความสามารถในการก่อสร้าง (มี CK เป็นบริษัทแม่ ซึ่งเป็นหนึ่งในผู้รับเหมาที่มีประสบการณ์สร้างรถไฟฟ้าใต้ดิน) จากนั้น BEM จะจ้างช่วงงานก่อสร้างให้กับ CK เมื่อรวมงานมูลค่า 9.6 หมื่นลบ. นี้ เราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรสำหรับ CK ขึ้น 1-7% ในปี 2022-23F และเมื่อปรับมาใช้ฐาน 2022F ราคาเป้าหมายจึงปรับขึ้นเป็น 26 บาท/หุ้น จาก 24 บาท และเรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" CK เราสมมติให้ไม่มีการเปิดประมูลโครงการโครงสร้างพื้นฐานใหม่ในปี 2023F เนื่องจากเป็นปีของการเลือกตั้ง แต่มูลค่างานในมือที่สะสมในปี 2021-22F นั้นมากพอที่จะผลักดันกำไรของ CK ให้เติบโตถึง 29% ในปี 2023F

มีส่วนลด 48% จากมูลค่าตลาดของบริษัทรวม

ปัจจุบัน CK เป็น Top Pick ของเรา เนื่องจากในบรรดาผู้รับเหมาที่เราทำบทวิเคราะห์ เราคาดว่าจะมีกำไรเติบโตสูงสุดที่ 29-120% ในปี 2021-23F โดยได้แรงหนุนจากมูลค่างานใหม่ และกำไรที่เพิ่มขึ้นจากบริษัทรวม เรา มองว่า CK มีมูลค่าถูก ด้วยซื้อขายที่มีส่วนลด 48% จากมูลค่าตลาดของบริษัทรวม (ดู Exhibit 5) เราเชื่อว่าเป็นเพราะการขาดทุนจากการดำเนินงานของธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง แต่อย่างไรก็ตาม ด้วยผลกำไรของธุรกิจก่อสร้างที่ฟื้นตัว โดยได้แรงหนุนจากมูลค่างานใหม่ที่สูง เราจึง คาดว่าส่วนลดจะแคบลง

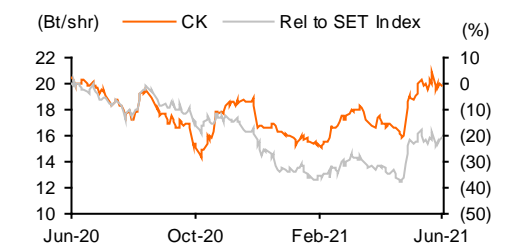
ปัจจัยผลักดันในระยะสั้น

เราคาดว่าปัจจัยผลักดันหุ้นในกลุ่มรับเหมาในช่วงระยะสั้น รวมถึง CK มาจากการที่ รฟม. เตรียมเปิดประมูลโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตอนใต้ (1.08 แสนลบ.) การประกาศ TOR มีกำหนดในวันที่ 5 ก.ค. ปีนี้ ยื่นประมูลในเดือนต.ค. และประกาศผู้ชนะในต้นปีหน้า เราคาดว่า CK จะชนะประมูลได้งาน 25% ของมูลค่าการก่อสร้าง

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	16,941	13,842	18,722	26,611
Net profit	612	742	1,099	1,416
Consensus NP	—	878	1,462	1,872
Diff frm cons (%)	—	(15.4)	(24.8)	(24.4)
Norm profit	337	742	1,099	1,416
Prev. Norm profit	—	743	1,090	1,323
Chg frm prev (%)	—	(0.1)	0.8	7.0
Norm EPS (Bt)	0.20	0.44	0.65	0.84
Norm EPS grw (%)	(65.0)	120.3	48.1	28.8
Norm PE (x)	99.5	45.2	30.5	23.7
EV/EBITDA (x)	227.7	1,022.7	205.4	86.9
P/BV (x)	1.3	1.3	1.2	1.2
Div yield (%)	1.0	0.9	1.3	1.7
ROE (%)	1.3	2.8	4.1	5.1
Net D/E (%)	131.8	124.6	115.0	104.5

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 21-Jun-21 (Bt)	19.80
Market Cap (US\$ m)	1,066.4
Listed Shares (m shares)	1,693.9
Free Float (%)	65.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	9.1
12M Price H/L (Bt)	21.00/14.30
Sector	Construction
Major Shareholder	Trivisvavet group 38.5%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



Ex 1: Key Assumption Changes

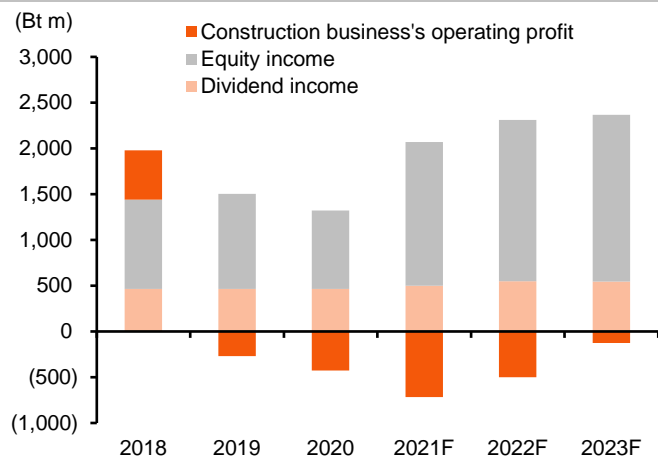
	2021F	2022F	2023F
New work value (Bt bn)			
New	29.0	200.0	10.0
Old	25.0	100.0	25.0
Change (%)	16.0	100.0	(60.0)
Normalized earnings (Bt m)			
New	742	1099	1,416
Old	743	1,090	1,323
Change (pp)	(0.1)	0.8	7.0

Sources: Thanachart estimates

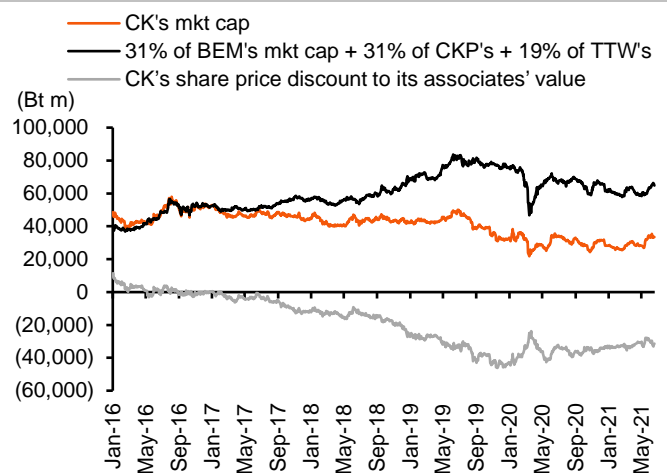
Ex 2: CK's Potential New Work Value

Project	Construction Value (Bt bn)	Chance (%)	New work in 2021F (Bn)	New work in 2022F (Bn)	New work in 2023F (Bn)	New work in 2024F (Bn)
Backlog value as of January 2021			26			
Newly signed contracts						
Water Transmission Tunnel			5			
Maintenance of BMCL's structures			1			
To be signed contracts						
Double-track Denchai - Chiang Khong			23			
Potential projects						
South Purple Line	79	25	-	20	-	-
West Orange Line	96	100	-	96	-	-
Red Line Extension	67	25	-	-	-	17
Double-track Chira – Ubon	36	5	-	2	-	-
Double-track Khon Kaen - Nong Khai	25	5	-	1	-	-
Luang Prabang Hydropower Plant	81	100	-	81	-	-
Others	-	-	-	-	10	10
Total new work value	384		29	200	10	27

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: CK's Earnings Breakdown

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: CK's Market Cap Vs. Its Associates' Market Cap

Source: Bloomberg

Ex 5: Our SOTP-Based Investment Equity Valuation Of CK

	% holding	Our TP	Fair value (Bt m)	30% discount* (Bt m)	Share price (Bt/share)	Market value (Bt m)
TTW	19.4%	14.00	10,837	7,586	12.00	9,289
BEM	31.3%	11.50	55,054	38,537	8.55	40,931
CKP	30.7%	7.50	18,700	13,090	5.65	14,087
Total			84,590	59,213		64,307
Per CK share (Bt)			50.0	35.0		38.0
Construction business's value (Bt)				(9.0)		
Our TP (Bt)				26.0		

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: *We assume a holding company discount of 30% to our fair value of CK's associates.

Ex 6: EV Of Construction Business

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	317	728	901	1,177	1,522	1,635	1,317	1,085	726	771	807	—
Free cash flow	552	938	1,221	1,467	1,040	1,452	1,828	1,795	1,924	1,726	1,344	22,178
PV of free cash flow	550	815	990	1,089	717	929	1,086	990	985	786	566	9,335
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	7.3											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	18,838											
Net debt (2021F)	33,245											
Minority interest	436											
Equity value	(14,843)											
# of shares (m)	1,694											
Equity value/share (Bt)	(8.8)											

Sum of the parts	% holding	(Bt m)
Enterprise value from construction business		18,838
Investment equity value		59,213
TTW	19.4%	7,586
BEM	31.3%	38,537
CKP	30.7%	13,090
Total enterprise value		78,051
(Less) Net debt		(33,245)
(Less) Minority interest		(436)
Total enterprise value		44,370
# of shares (fully diluted) (m shares)		1,694
Sum of the parts		26

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน) (CK) เป็นหนึ่งในผู้รับเหมารายใหญ่และผู้พัฒนาโครงสร้างสาธารณูปโภคพื้นฐานของประเทศไทย บริษัท มีประสบการณ์ด้านธุรกิจก่อสร้างสาธารณูปโภคขนาดใหญ่ building complex และงานโยธาทั่วไปมากกว่า 30 ปี บริษัท มีความยืดหยุ่นความสามารถในการดำเนินงานสูง และมีศักยภาพในการปฏิบัติงาน นอกจากนี้บริษัท ยังได้ลงทุนในโครงการสัมปทานของภาครัฐ เพื่อขยายธุรกิจ และสร้างรายได้ที่มั่นคงในระยะยาว

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นหนึ่งในผู้รับเหมารายใหญ่ของไทย ซึ่งมีคุณสมบัติที่จะสามารถประมูลโครงการก่อสร้างขนาดใหญ่ได้
- การกระจายการลงทุนไปยังโครงสร้างสาธารณูปโภคพื้นฐานทำให้กำไรมีเสถียรภาพในระยะยาว

O — Opportunity

- แผนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาลปัจจุบันเป็นส่วนหนึ่งของแผนพัฒนาเศรษฐกิจ และสังคมแห่งชาติ ด้วยมีมูลค่าการลงทุนรวม 3.4 ล้านลบ. สำหรับปี 2015-22
- มีโอกาสได้โครงการต่างประเทศสูง โดยเฉพาะงานน้ำในประเทศลาว

CONSENSUS COMPARISON

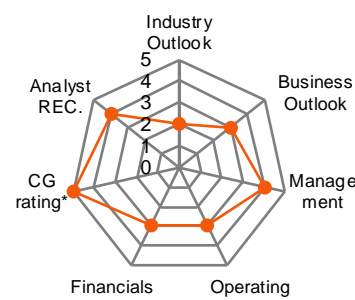
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	22.63	26.00	15%
Net profit 21F (Bt m)	878	742	-15%
Net profit 22F (Bt m)	1,462	1,099	-25%
Consensus REC	BUY: 17	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- คาดการณ์กำไรของเราปี 2021-22F ต่ำกว่าตลาด 15-25% เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อสมมติฐานรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นของเรา
- แต่อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด 15% เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อแนวโน้มธุรกิจของบริษัทฯ รวมมากขึ้น

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

Rating Scale

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

W — Weakness

- เนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่ของ CK ขึ้นกับโครงการประมูล และไม่มีอะไรที่จะประกันได้ว่า CK จะชนะการประมูล
- CK มีค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยสูง ทำให้มีโอกาสขาดทุนสูงหากรายได้ลดลง
- เนื่องจากเป็นธุรกิจที่ใช้แรงงานสูง จึงมีความเสี่ยงของค่าใช้จ่ายแรงงานที่สูงขึ้น และการขาดแคลนแรงงาน

T — Threat

- ผลกระทบจากโควิด-19 และการใช้เวลาในการดำเนินงานของภาครัฐ ทำให้การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานล่าช้าออกไป
- ราคาสต็อกก่อสร้างที่ผันผวน เป็นความเสี่ยงหลัก และคาดว่าราคาน่าจะเพิ่มขึ้นในปีหน้า

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากโครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาลไม่สามารถดำเนินการได้ จะทำให้เราต้องปรับลดสมมติฐานงานใหม่ของเราลง
- ต้นทุนวัสดุก่อสร้างมีสัดส่วนราว 50-60% ของต้นทุนรวมของ CK ดังนั้นความผันผวนของราคา จึงเป็นความเสี่ยงอีกประการต่อการประมาณการกำไรของเรา
- เศรษฐกิจที่อ่อนแออาจส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของประชาชน และการลงทุนใหม่

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	23,189	16,941	13,842	18,722	26,611
Cost of sales	21,028	15,341	12,661	17,124	24,340
Gross profit	2,161	1,601	1,181	1,598	2,271
% gross margin	9.3%	9.4%	8.5%	8.5%	8.5%
Selling & administration expenses	2,430	2,027	1,896	2,097	2,395
Operating profit	(268)	(427)	(715)	(499)	(124)
% operating margin	-1.2%	-2.5%	-5.2%	-2.7%	-0.5%
Depreciation & amortization	526	726	780	816	852
EBITDA	258	299	65	317	728
% EBITDA margin	1.1%	1.8%	0.5%	1.7%	2.7%
Non-operating income	1,560	1,226	1,190	1,141	1,065
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,226)	(1,276)	(1,291)	(1,290)	(1,323)
Pre-tax profit	65	(477)	(816)	(648)	(382)
Income tax	126	28	0	0	0
After-tax profit	(61)	(505)	(816)	(648)	(382)
% net margin	-0.3%	-3.0%	-5.9%	-3.5%	-1.4%
Shares in affiliates' Earnings	1,039	857	1,571	1,764	1,821
Minority interests	(15)	(15)	(12)	(16)	(23)
Extraordinary items	815	275	0	0	0
NET PROFIT	1,778	612	742	1,099	1,416
Normalized profit	963	337	742	1,099	1,416
EPS (Bt)	1.0	0.4	0.4	0.6	0.8
Normalized EPS (Bt)	0.6	0.2	0.4	0.6	0.8

We forecast CK's earnings to recover this year...

...driven by higher earnings contributions from its associates

We also expect a recovery in CK's construction business...

...driving further earnings growth in 2022-23F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	18,953	19,834	17,756	21,350	26,827
Cash & cash equivalent	9,160	7,767	7,500	7,500	7,500
Account receivables	3,643	3,659	3,223	4,360	6,197
Inventories	3,751	5,757	4,856	6,568	9,002
Others	2,400	2,650	2,177	2,922	4,127
Investments & loans	51,255	50,366	47,866	45,366	42,866
Net fixed assets	11,164	11,194	11,214	11,197	11,145
Other assets	1,213	1,381	1,155	1,523	2,114
Total assets	82,586	82,774	77,991	79,436	82,953
LIABILITIES:					
Current liabilities:	17,909	14,758	11,637	12,824	15,580
Account payables	13,950	10,631	7,631	8,914	11,670
Bank overdraft & ST loans	1,874	147	0	0	0
Current LT debt	1,525	3,670	3,667	3,523	3,356
Others current liabilities	559	309	339	388	555
Total LT debt	33,605	38,586	37,078	35,620	33,932
Others LT liabilities	3,259	3,160	2,590	3,487	4,937
Total liabilities	54,773	56,503	51,305	51,932	54,448
Minority interest	420	424	436	452	476
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,694	1,694	1,694	1,694	1,694
Share premium	4,869	4,869	4,869	4,869	4,869
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	6,341	4,572	4,572	4,572	4,572
Retained earnings	14,488	14,711	15,115	15,917	16,893
Shareholders' equity	27,393	25,847	26,250	27,052	28,029
Liabilities & equity	82,586	82,774	77,991	79,436	82,953

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	65	(477)	(816)	(648)	(382)
Tax paid	(121)	(51)	5	(0)	8
Depreciation & amortization	526	726	780	816	852
Chg In working capital	2,165	(5,342)	(1,664)	(1,566)	(1,516)
Chg In other CA & CL / minorities	3,212	461	2,069	1,067	776
Cash flow from operations	5,847	(4,683)	375	(331)	(263)
Capex	(1,902)	(756)	(800)	(800)	(800)
Right of use	0	(121)	(5)	(5)	(5)
ST loans & investments	214	(8)	0	0	0
LT loans & investments	(5,165)	889	2,500	2,500	2,500
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	730	45	(339)	534	863
Cash flow from investments	(6,124)	49	1,356	2,229	2,558
Debt financing	308	5,399	(1,659)	(1,602)	(1,856)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(847)	(339)	(339)	(297)	(440)
Warrants & other surplus	1,041	(1,819)	0	0	0
Cash flow from financing	502	3,241	(1,997)	(1,899)	(2,295)
Free cash flow	3,945	(5,439)	(425)	(1,131)	(1,063)

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	34.8	99.5	45.2	30.5	23.7
Normalized PE - at target price (x)	45.7	130.7	59.3	40.1	31.1
PE (x)	18.9	54.8	45.2	30.5	23.7
PE - at target price (x)	24.8	71.9	59.3	40.1	31.1
EV/EBITDA (x)	238.1	227.7	1,022.7	205.4	86.9
EV/EBITDA - at target price (x)	278.8	262.7	1,183.6	238.5	101.3
P/BV (x)	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2
P/BV - at target price (x)	1.6	1.7	1.7	1.6	1.6
P/CFO (x)	5.7	(7.2)	89.5	(101.4)	(127.7)
Price/sales (x)	1.4	2.0	2.4	1.8	1.3
Dividend yield (%)	2.0	1.0	0.9	1.3	1.7
FCF Yield (%)	11.8	(16.2)	(1.3)	(3.4)	(3.2)
(Bt)					
Normalized EPS	0.6	0.2	0.4	0.6	0.8
EPS	1.0	0.4	0.4	0.6	0.8
DPS	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3
BV/share	16.2	15.3	15.5	16.0	16.5
CFO/share	3.5	(2.8)	0.2	(0.2)	(0.2)
FCF/share	2.3	(3.2)	(0.3)	(0.7)	(0.6)

Sources: Company data, Thanachart estimates

*CK now trades 48%
below its associates'
market value...*

*...which we believe is
unjustified*

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(21.4)	(26.9)	(18.3)	35.3	42.1
Net profit (%)	(28.7)	(65.6)	21.3	48.1	28.8
EPS (%)	(28.7)	(65.6)	21.3	48.1	28.8
Normalized profit (%)	(37.9)	(65.0)	120.3	48.1	28.8
Normalized EPS (%)	(37.9)	(65.0)	120.3	48.1	28.8
Dividend payout ratio (%)	38.1	55.3	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	9.3	9.4	8.5	8.5	8.5
Operating margin (%)	(1.2)	(2.5)	(5.2)	(2.7)	(0.5)
EBITDA margin (%)	1.1	1.8	0.5	1.7	2.7
Net margin (%)	(0.3)	(3.0)	(5.9)	(3.5)	(1.4)
D/E (incl. minor) (x)	1.3	1.6	1.5	1.4	1.3
Net D/E (incl. minor) (x)	1.0	1.3	1.2	1.2	1.0
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	0.2	0.2	0.1	0.2	0.6
ROA - using norm profit (%)	1.2	0.4	0.9	1.4	1.7
ROE - using norm profit (%)	3.6	1.3	2.8	4.1	5.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	na	na	na
- asset turnover (x)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
- operating margin (%)	5.6	na	na	na	na
- leverage (x)	3.1	3.1	3.1	3.0	2.9
- interest burden (%)	5.1	(59.6)	(171.7)	(100.9)	(40.6)
- tax burden (%)	na	na	na	na	na
WACC (%)	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3
ROIC (%)	0.5	(0.8)	(0.9)	(0.7)	(0.2)
NOPAT (Bt m)	250	(427)	(572)	(399)	(99)
invested capital (Bt m)	55,237	60,483	59,495	58,695	57,816

Sources: Company data, Thanachart estimates

We expect net D/E ratio to fall further to 1.2x this year and 1.0x in 2023F from 2.7x in 2011

BUY (From: HOLD)

TP: Bt 5.60

(From: Bt 4.90)

Change in Recommendation

Upside : 13.8%

22 JUNE 2021

SEAFCO Public Co Ltd (SEAFCO TB)

ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น “ซื้อ”

วิกฤตการณ์โควิด-19 ยังคงกดดันกำไรของ SEAFCO ในปีนี้ แต่เรามั่นใจต่อการฟื้นตัวของกำไรในปีหน้ามากขึ้น เนื่องจากมีการประมูลโครงการโครงสร้างพื้นฐานที่มากขึ้นซึ่งมีกำหนดการตั้งแต่นี้เป็นต้นไป เนื่องจากการปรับเพิ่มกำไรของเราในปี 2023F และปรับมาใช้ฐาน 2022F ราคาเป้าหมายของเราจึงเพิ่มขึ้นเป็น 5.6 บาท ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น “ซื้อ”



SAKSID PHADTHANANARAK

662 – 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 5.6 บาท ปรับคำแนะนำเพิ่มเป็น “ซื้อ”

เรายังคงคาดว่าวิกฤตโควิด-19 จะทำให้การเปิดตัวโครงการอาคารสูงชะลอตัวออกไป ด้วยการแข่งขันในการประมูลที่รุนแรง และการขาดแคลนแรงงาน กดดันกำไรของ SEAFCO ในช่วงที่เหลือของปี อย่างไรก็ตาม เราเชื่อมั่นมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของกำไรในปีหน้า เนื่องจากโครงการโครงสร้างพื้นฐานอื่นๆ ที่มีกำหนดเปิดประมูลตั้งแต่นี้เป็นต้นไป ด้วยเราคาดว่าจะมีโครงการโครงสร้างพื้นฐานเปิดประมูลมูลค่า 6.34 แสนลบ. ในปี 2021-23F เราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรสำหรับ SEAFCO ขึ้น 13% ในปี 2023F เนื่องจากเราปรับเพิ่ม 1) สมมติฐานมูลค่างานใหม่ขึ้น 9% ในปี 2023F และ 2) สมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นเป็น 18% ในปี 2023F (จาก 17% และ 21-23% ในช่วงก่อนเกิดโควิดในปี 2018-19) หลังปรับมาใช้ประมาณการปี 2022F ราคาเป้าหมายของเราเพิ่มขึ้นเป็น 5.6 บาท/หุ้น จาก 4.9 บาท และเราเพิ่มคำแนะนำเป็น “ซื้อ” จาก ถือ SEAFCO

คำแนะนำ “ซื้อ” ของเรา

คำแนะนำ “ซื้อ” SEAFCO ของเรา มาจาก 1) เรามองว่าจะมีการประมูลโครงการโครงสร้างพื้นฐานรอบใหม่ในปี 2021-23F และ SEAFCO ซึ่งเป็นผู้รับเหมาเสาเข็มรายใหญ่ที่สุดในประเทศ เป็นหนึ่งในไม่กี่รายที่มีบทบาทโดยตรง และมี operating-leverage สูง 2) เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวแข็งแกร่ง ด้วยเติบโต 95% y-y ในปี 2022F และ 39% y-y ในปี 2023F หลังจากปัญหาการขาดแคลนแรงงานได้รับการแก้ไข และเมื่องานใหม่จากการประมูลโครงการโครงสร้างพื้นฐานช่วยเพิ่มอัตรากำไรดำเนินงาน และอัตรากำไรขั้นต้น 3) แม้ว่ากำไรจะอ่อนแอ แต่เราคาดว่าราคาหุ้นของบริษัท จะเริ่มตอบสนองต่อข่าวเชิงบวกเกี่ยวกับการประมูลโครงการโครงสร้างพื้นฐานตั้งแต่ 2H21 เป็นต้นไป

มูลค่าที่น่าสนใจ

กำไรที่อ่อนแอของ SEAFCO ในปีนี้ดูเหมือนจะสะท้อนไปในราคาหุ้นแล้ว เนื่องจากราคาหุ้นปรับตัวลง 31% จากจุดสูงสุดในเดือนส.ค.2020 ปัจจุบันหุ้นซื้อขายที่ 18 เท่า PE ในปี 2022F และ 13 เท่า ในปี 2023F เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ย PE ที่ 18 เท่า ในช่วงต่ำสุดของรอบขาลงในปี 2008-13 ขณะที่ PE เฉลี่ยอยู่ที่ 20 เท่า ในปี 2014-19 ในช่วงที่รอบการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานเฟื่องฟู

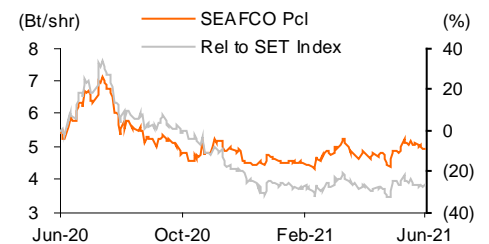
ประมูลโครงการโครงสร้างพื้นฐานรอบใหม่

หลังจากการประมูลโครงการรถไฟฟ้าทางคู่ มูลค่ารวม 1.27 แสนลบ. เมื่อเดือนที่แล้ว เราเห็นปัจจัยเพิ่มเติมผลักดันราคาหุ้นสำหรับผู้รับเหมา รวมถึง SEAFCO จากการประมูลโครงการรถไฟฟ้าสายสีม่วงตอนใต้ มูลค่ารวม 7.9 หมื่นลบ. TOR มีกำหนดจะประกาศในวันที่ 5 ก.ค. การยื่นราคาประมูลในเดือนต.ค. และประกาศผู้ชนะในปลายปีนี้หรือต้นปีหน้า ปัจจุบันเราคาดว่ากำไรโครงการโครงสร้างพื้นฐานมูลค่า 2.06 แสนลบ. จะเปิดในปีนี้ และ 1.57 แสนลบ. ในปี 2022F (โปรดดูบทวิเคราะห์ “เร่งลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐาน” วันที่ 22 มิ.ย.2021)

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	2,560	2,203	2,444	2,754
Net profit	154	104	202	280
Consensus NP	—	158	220	334
Diff frm cons (%)	—	(34.1)	(8.1)	(16.0)
Norm profit	154	104	202	280
Prev. Norm profit	—	104	202	247
Chg frm prev (%)	—	0.0	0.0	13.4
Norm EPS (Bt)	0.2	0.1	0.3	0.4
Norm EPS grw (%)	(62.3)	(32.7)	94.5	38.6
Norm PE (x)	23.6	35.0	18.0	13.0
EV/EBITDA (x)	9.6	12.1	8.3	6.4
P/BV (x)	2.3	2.2	2.0	1.9
Div yield (%)	2.0	1.4	2.8	3.9
ROE (%)	9.6	6.4	11.8	14.9
Net D/E (%)	17.7	7.3	(0.4)	(8.6)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 21-Jun-21 (Bt)	4.92
Market Cap (US\$ m)	115.7
Listed Shares (m shares)	739.7
Free Float (%)	73.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.2
12M Price H/L (Bt)	7.10/4.34
Sector	Construction
Major Shareholder	Thasnanipan Family 26.2%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

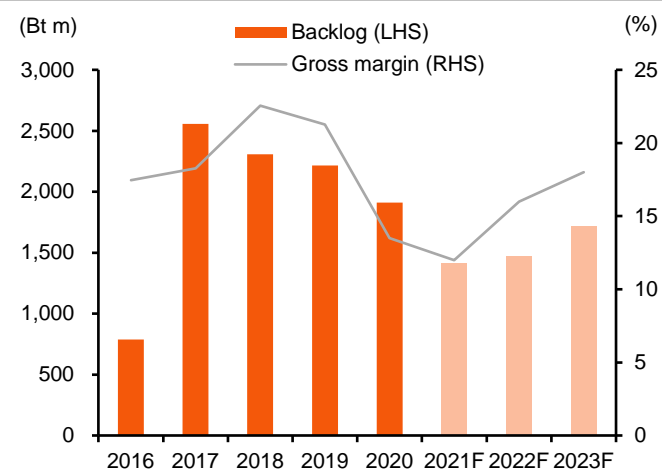


Ex 1: Key Assumption Changes

	2021F	2022F	2023F
New work value (Bt m)			
New	1,700	2,500	3,000
Old	1,700	2,500	2,750
Change (%)	-	-	9.1
Earnings (Bt m)			
New	104	202	280
Old	104	202	247
Change (%)	-	-	13.4
Gross margin (%)			
New	12.0	16.0	18.0
Old	12.0	16.0	17.0
Change (pp)	-	-	1.0

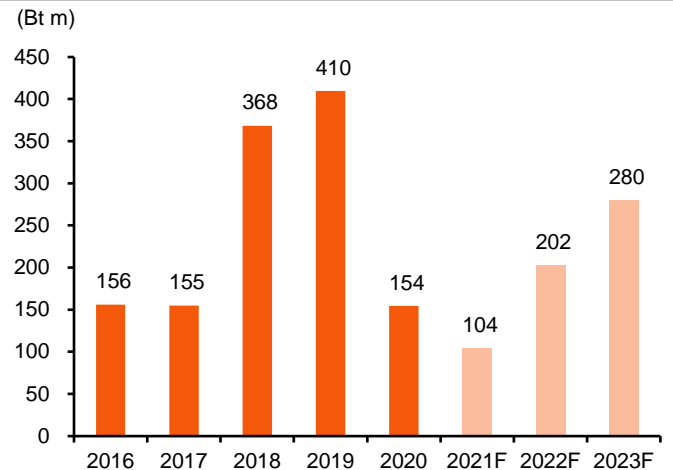
Source: Thanachart estimates

Ex 2: SEAFKO's Backlog Value Vs. Gross Margin



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: SEAFKO's Earnings



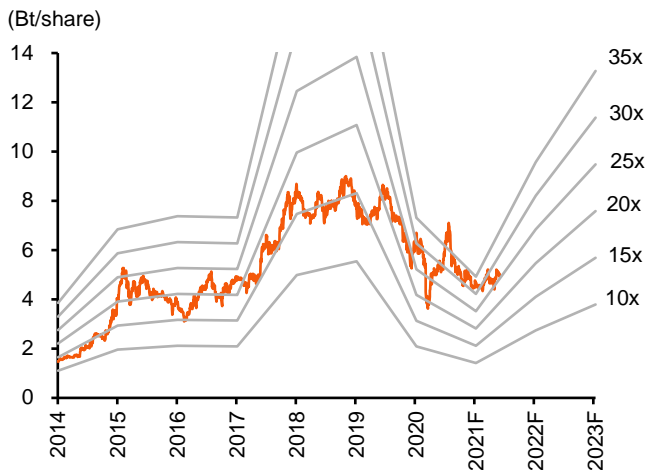
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Potential Infrastructure Project Bids In 2021-22

Project	Construction value (Bt bn)
West Orange Line	96
South Purple Line	79
Double track Denchai - Chiang Khong	72
Double track Ban Pai - Nakhon Phanom	55
Double-track Chira – Ubon	36
Double-track Khon Kaen - Nong Khai	25
Total	363

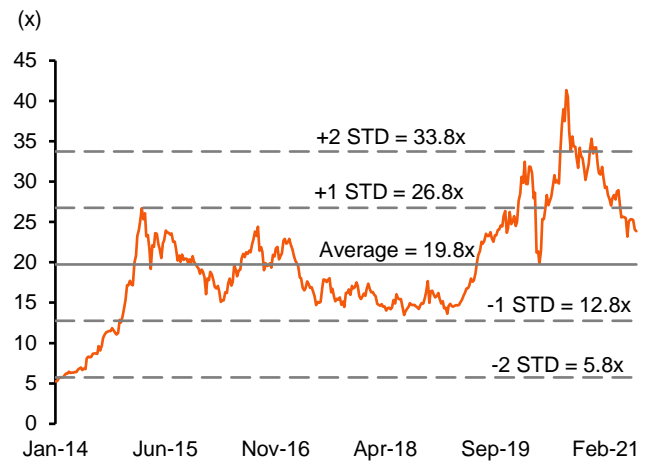
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: SEAFKO's PE Band



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 6: SEAFKO's PE Standard Deviation



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 7: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	439	542	509	513	584	587	598	608	619	630	641	—
Free cash flow	227	321	296	307	376	370	382	393	404	415	426	5,522
PV of free cash flow	226	271	229	214	240	216	204	192	180	162	151	1,959
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	8.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	4,245											
Net debt (2021F)	119											
Minority interest	2											
Equity value	4,124											
# of shares (m)*	740											
Target price/share (Bt)	5.60											

Source: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ซีพีแอนด์ จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทรับเหมาก่อสร้างและวิศวกรรม ซึ่งใช้เสาเข็มเจาะ กำแพงไดอะแฟรม และเทคโนโลยีวิศวกรรมใต้ดิน สำหรับงานฐานราก การก่อสร้างชั้นใต้ดิน และการพัฒนาสิ่งอำนวยความสะดวกใต้ดิน และงานส่วนล่าง ในกรุงเทพฯ และเมืองใหญ่อื่นๆ บริษัทฯ ดำเนินการและให้บริการในฐานะเป็นผู้รับเหมาหลัก ผู้รับเหมาช่วง และหุ้นส่วนร่วมทุน ทั้งกับภาครัฐและภาคเอกชน

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

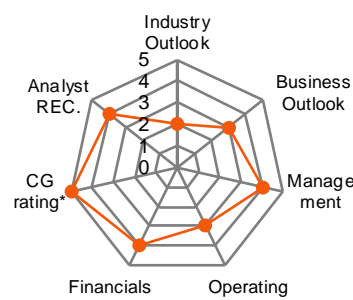
S — Strength

- ประสบการณ์ 42 ปี ความรู้และนวัตกรรมของบริษัททำให้บริษัทมีส่วนแบ่งการตลาดที่สูง
- ความสามารถในด้านต้นทุนจากการประหยัดจากต้นทุน
- สถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งที่มีอัตราหนี้สินต่อทุนที่ต่ำ

O — Opportunity

- ประเทศไทยกำลังเข้าสู่ช่วงการก่อสร้างขาขึ้น
- แนวโน้มการสร้างตึกสูงมากขึ้นในกทม. จากต้นทุนที่ดินที่สูง
- แผ่นดินที่หนาและอ่อนในกทม. ทำให้งานเสาเข็มเจาะเป็นที่ต้องการ

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- ใช้เงินลงทุนสูงและต้องการการใช้สินทรัพย์อย่างต่อเนื่อง
- งานเสาเข็มต้องใช้ความน่าเชื่อถือสูง
- ความเสี่ยงจากการพึ่งพาผู้บริหารที่มีโอกาสการเกษียณอายุ

T — Threat

- ความผันผวนของราคาเหล็กและซีเมนต์ในช่วงสั้น
- ผลกระทบจากโควิด-19 ทำให้รอบการลงทุนของไทยและโครงการก่อสร้างของเอกชนล่าช้าออกไป

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	5.35	5.60	5%
Net profit 21F (Bt m)	158	104	-34%
Net profit 22F (Bt m)	220	202	-8%
Consensus REC	BUY: 2	HOLD: 5	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- คาดการณ์กำไรของเราปี 2021-22F ต่ำกว่าตลาด 8-34% เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่ออัตรากำไรขั้นต้น เนื่องจากการขาดแคลนแรงงาน และคุณภาพงานในมือที่ต่ำ
- แต่อย่างไรก็ตามราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาดเพียง 5% เนื่องจากเราคิดว่ากำไรจะฟื้นตัวแข็งแกร่งในระยะยาว จากการประมูลโครงการก่อสร้างพื้นฐานรอบใหม่

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การล่าช้าของโครงการภาครัฐและเอกชนทำให้สมมุติฐานงานใหม่จะส่งผลกระทบต่อสมมุติฐานมูลค่างานใหม่ และเป็นความเสี่ยงต่อคำแนะนำของเรา
- การล่าช้าจะทำให้อัตรากำไรขั้นต้นของเราได้รับผลกระทบเนื่องจากมี operating leverage ในระดับสูง
- ความผันผวนของราคาวัตถุดิบในช่วงสั้นทำให้คาดการณ์กำไรได้รับผลกระทบ
- งานใหม่ที่สูงกว่าคาดจะส่งผลกระทบต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	3,032	2,560	2,203	2,444	2,754
Cost of sales	2,387	2,214	1,939	2,053	2,258
Gross profit	645	345	264	391	496
% gross margin	21.3%	13.5%	12.0%	16.0%	18.0%
Selling & administration expenses	158	150	150	159	171
Operating profit	487	196	115	232	325
% operating margin	16.1%	7.6%	5.2%	9.5%	11.8%
Depreciation & amortization	180	213	196	206	217
EBITDA	668	408	310	439	542
% EBITDA margin	22.0%	16.0%	14.1%	17.9%	19.7%
Non-operating income	30	25	30	30	30
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(23)	(24)	(20)	(16)	(12)
Pre-tax profit	494	197	124	246	343
Income tax	83	48	25	49	69
After-tax profit	411	149	99	197	274
% net margin	13.6%	5.8%	4.5%	8.1%	10.0%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	(2)	5	5	5	6
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	410	154	104	202	280
Normalized profit	410	154	104	202	280
EPS (Bt)	0.6	0.2	0.1	0.3	0.4
Normalized EPS (Bt)	0.6	0.2	0.1	0.3	0.4

We expect SEAFCO's earnings to still face pressure in 2021F...

...before a strong earnings turnaround in 2022F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	1,134	975	911	1,047	1,208
Cash & cash equivalent	196	111	100	150	200
Account receivables	441	459	392	435	490
Inventories	98	82	69	73	80
Others	399	323	350	388	437
Investments & loans	26	60	60	60	60
Net fixed assets	1,613	1,286	1,240	1,184	1,116
Other assets	395	757	765	816	880
Total assets	3,168	3,078	2,977	3,107	3,264
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,080	1,003	900	908	930
Account payables	510	593	531	562	619
Bank overdraft & ST loans	295	41	23	15	3
Current LT debt	119	158	88	57	12
Others current liabilities	156	210	258	274	296
Total LT debt	229	197	109	71	16
Others LT liabilities	222	266	330	345	363
Total liabilities	1,531	1,466	1,339	1,324	1,309
Minority interest	14	7	2	(3)	(9)
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	370	370	370	370	370
Share premium	164	164	164	164	164
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(3)	(5)	(5)	(5)	(5)
Retained earnings	1,093	1,076	1,106	1,257	1,436
Shareholders' equity	1,623	1,605	1,635	1,786	1,965
Liabilities & equity	3,168	3,078	2,977	3,107	3,264

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	494	197	124	246	343
Tax paid	(86)	(55)	(24)	(49)	(67)
Depreciation & amortization	180	213	196	206	217
Chg In working capital	(239)	81	18	(16)	(6)
Chg In other CA & CL / minorities	(255)	139	20	(22)	(30)
Cash flow from operations	95	575	334	366	458
Capex	(336)	115	(150)	(150)	(150)
Right of use	0	(375)	(10)	(10)	(10)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(22)	(34)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	126	53	67	(26)	(36)
Cash flow from investments	(232)	(241)	(93)	(186)	(196)
Debt financing	119	(246)	(177)	(77)	(111)
Capital increase	34	0	0	0	0
Dividends paid	(178)	(155)	(74)	(52)	(101)
Warrants & other surplus	(41)	(17)	0	0	0
Cash flow from financing	(66)	(418)	(251)	(129)	(212)
Free cash flow	(241)	689	184	216	308

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	8.9	23.6	35.0	18.0	13.0
Normalized PE - at target price (x)	10.1	26.8	39.8	20.5	14.8
PE (x)	8.9	23.6	35.0	18.0	13.0
PE - at target price (x)	10.1	26.8	39.8	20.5	14.8
EV/EBITDA (x)	6.1	9.6	12.1	8.3	6.4
EV/EBITDA - at target price (x)	6.9	10.8	13.7	9.4	7.3
P/BV (x)	2.2	2.3	2.2	2.0	1.9
P/BV - at target price (x)	2.6	2.6	2.5	2.3	2.1
P/CFO (x)	38.5	6.3	10.9	10.0	8.0
Price/sales (x)	1.2	1.4	1.7	1.5	1.3
Dividend yield (%)	5.3	2.0	1.4	2.8	3.9
FCF Yield (%)	(6.6)	18.9	5.0	5.9	8.5
(Bt)					
Normalized EPS	0.6	0.2	0.1	0.3	0.4
EPS	0.6	0.2	0.1	0.3	0.4
DPS	0.3	0.1	0.1	0.1	0.2
BV/share	2.2	2.2	2.2	2.4	2.7
CFO/share	0.1	0.8	0.5	0.5	0.6
FCF/share	(0.3)	0.9	0.2	0.3	0.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

After its 31% share price fall from its 2020 peak, PE is at only 18x in 2022F and 13x in 2023F

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	9.6	(15.6)	(13.9)	10.9	12.7
Net profit (%)	11.2	(62.3)	(32.7)	94.5	38.6
EPS (%)	11.2	(62.3)	(32.7)	94.5	38.6
Normalized profit (%)	11.2	(62.3)	(32.7)	94.5	38.6
Normalized EPS (%)	11.2	(62.3)	(32.7)	94.5	38.6
Dividend payout ratio (%)	47.0	47.9	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	21.3	13.5	12.0	16.0	18.0
Operating margin (%)	16.1	7.6	5.2	9.5	11.8
EBITDA margin (%)	22.0	16.0	14.1	17.9	19.7
Net margin (%)	13.6	5.8	4.5	8.1	10.0
D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.2	0.1	0.1	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.2	0.1	(0.0)	(0.1)
Interest coverage - EBIT (x)	20.7	8.1	5.6	14.6	27.3
Interest coverage - EBITDA (x)	28.4	17.0	15.1	27.5	45.6
ROA - using norm profit (%)	13.3	4.9	3.4	6.6	8.8
ROE - using norm profit (%)	27.1	9.6	6.4	11.8	14.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	27.2	9.2	6.1	11.5	14.6
- asset turnover (x)	1.0	0.8	0.7	0.8	0.9
- operating margin (%)	17.1	8.6	6.6	10.7	12.9
- leverage (x)	2.0	1.9	1.9	1.8	1.7
- interest burden (%)	95.5	89.1	85.8	93.9	96.6
- tax burden (%)	83.2	75.5	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	8.9	8.9	8.9	8.9	8.9
ROIC (%)	26.6	7.1	4.8	10.6	14.6
NOPAT (Bt m)	406	148	92	186	260
invested capital (Bt m)	2,070	1,892	1,755	1,778	1,796

Sources: Company data, Thanachart estimates

Solid balance sheet with a low net D/E ratio

BUY (Unchanged)

TP: Bt 19.00

(From: Bt 18.50)

Change in Numbers

Upside : 31.9%

22 JUNE 2021

Sino-Thai Eng. & Cons. (STEC TB)

ปัจจัยเพิ่มเติมหนุนราคาหุ้น

เรามองว่าโครงการประมูลรถไฟฟ้าสายสีม่วงตอนใต้ ด้วยประกาศ TOR ในวันที่ 5 ก.ค. เป็นปัจจัยหนุนราคาหุ้นสำหรับผู้ชนะ รวมถึง STEC และด้วยปรับมาใช้ปีฐาน 2022F ราคาเป้าหมายของเราจึงเพิ่มขึ้นเป็น 19 บาท เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" สำหรับการฟื้นตัวของกำไรที่แข็งแกร่ง มีสถานะเป็นเงินสดสุทธิ และได้ประโยชน์จากการเติบโตของการก่อสร้างรอบใหม่



SAKSID PHADTHANANARAK

662 - 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

ต่อไปคือการประมูลรถไฟฟ้าสายสีม่วงตอนใต้

หลังจากที่การรถไฟฟ้าแห่งประเทศไทย (รฟท.) เปิดประมูลโครงการรถไฟฟ้าทางคู่มูลค่ารวม 1.27 แสนลบ. ในเดือนพ.ค. (CKST JV ซึ่งเป็นกิจการร่วมค้าระหว่าง บมจ. ช.การช่าง (CK) และ STEC ชนะสัญญามูลค่า 4.6 หมื่นลบ.) เราเห็นปัจจัยหนุนราคาหุ้นเพิ่มเติมสำหรับผู้รับเหมา รวมทั้ง STEC จากแผนการเปิดประมูลโครงการรถไฟฟ้าสายสีม่วงตอนใต้ มูลค่าโครงการรวม 1.06 แสนลบ. ของการรถไฟฟ้าขนส่งมวลชน (รฟม.) โดย TOR มีกำหนดจะประกาศในวันที่ 5 ก.ค.2021, ยื่นราคาประมูลในเดือนต.ค. และประกาศผู้ชนะในปลายปีหรือต้นปีหน้า โครงการนี้แบ่งออกเป็น 6 สัญญาก่อสร้าง และเรามองว่ามีผู้ที่มีโอกาสเป็นผู้ชนะ ได้แก่ บมจ. อิตาเลียนไทย ดีเวลอปเม้นท์ (ITD), บมจ. ช.การช่าง (CK), บมจ. ซีโน-ไทย เอ็นจิเนียริง แอนด์ คอนสตรัคชัน (STEC) และ บมจ. ยูนิค เอ็นจิเนียริง แอนด์ คอนสตรัคชัน (UNIQ)

ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 19.0 บาท คงคำแนะนำ "ซื้อ"

เราปรับลดกำไรสำหรับ STEC ลง 2-7% ในปี 2022-23F เนื่องจากเราปรับลดสมมติฐานมูลค่างานใหม่ลง 7-60% ในปี 2021-23F เป็น 1-5 หมื่นล้านบาท เพื่อสะท้อนมูลค่าการก่อสร้างที่ลดลงของโครงการรถไฟฟ้าสายสีม่วงตอนใต้ ความล่าช้าในการประมูลโครงการรถไฟฟ้าทางคู่มูลค่าโครงการ และการเลือกตั้งในปี 2023F แต่อย่างไรก็ตาม ปัจจัยลบนี้ถูกชดเชยด้วยการปรับมาใช้ปีฐานปี 2022F ทำให้ราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นเล็กน้อยเป็น 19.0 บาท/หุ้น จาก 18.5 บาท เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" STEC แม้จะไม่มีการประมูลโครงการก่อสร้างพื้นฐานใหม่ในปี 2023F แต่มูลค่างานในมือสะสมของ STEC ในปี 2021-22F น่าจะยังคงมีขนาดใหญ่พอที่จะผลักดันให้กำไรเติบโต 2% ในปี 2023F

เหตุผลที่แนะนำ "ซื้อ"

แม้ว่าเราจะปรับ Top Pick กลุ่มรับเหมาก่อสร้างของเราจาก STEC เป็น CK เนื่องจากมีปัจจัยหนุนราคาหุ้นที่มากกว่า (โปรดดูบทวิเคราะห์ CK ของเรา "รวมโครงการสายสีส้มตะวันตก" วันที่ 22 มิ.ย.2021) แต่เรายังคงชอบ STEC เนื่องจาก 1) มีกำไรที่ฟื้นตัวแข็งแกร่ง ด้วยเติบโต 20-24% ในปี 2021-22F โดยได้แรงหนุนจากการรับรู้รายได้ที่เพิ่มขึ้นจากมูลค่างานในมือที่มีอยู่ 7.7 หมื่นลบ., มูลค่างานใหม่ 3.3-5.0 หมื่นลบ. ในปี 2021-22F และอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้นหลังจากโครงการอาคารรัฐสภาแห่งใหม่ที่มีกำไรแล้วเสร็จในเดือนพ.ค. 2) ได้ประโยชน์อย่างแท้จริงในการประมูลโครงการก่อสร้างพื้นฐานรอบใหม่ และ 3) มีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่งที่สุด ด้วยอยู่ในสถานะเป็นเงินสดสุทธิ

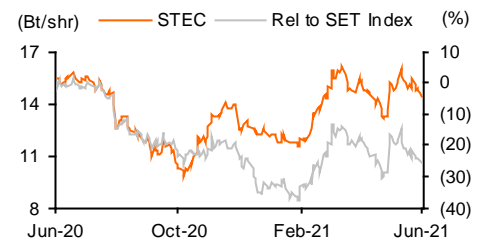
มูลค่าที่น่าสนใจ

เรามองว่า STEC มีมูลค่าที่น่าสนใจ ปัจจุบันหุ้นซื้อขายที่ PE ที่ 17 เท่า ในปี 2022F เทียบกับ PE เฉลี่ย 17 เท่า ในช่วงต่ำสุดของรอบขาลงในปี 2008-13 ขณะที่มูลค่างานใหม่เฉลี่ยของ STEC อยู่ที่ 2.1 หมื่นลบ. ต่อปี และ PE อยู่ที่ 29 เท่า ในปี 2014-20 ในช่วงที่โครงสร้างพื้นฐานเฟื่องฟู โดยที่มูลค่างานใหม่เฉลี่ยอยู่ที่ 2.9 หมื่นลบ. ต่อปี

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	35,841	36,304	37,825	38,574
Net profit	1,093	1,036	1,286	1,314
Consensus NP	—	1,164	1,284	1,382
Diff frm cons (%)	—	(10.9)	0.1	(4.9)
Norm profit	867	1,036	1,286	1,314
Prev. Norm profit	—	1,060	1,325	1,407
Chg frm prev (%)	—	(2.2)	(3.0)	(6.6)
Norm EPS (Bt)	0.6	0.7	0.8	0.9
Norm EPS grw (%)	(39.5)	19.5	24.0	2.2
Norm PE (x)	25.3	21.2	17.1	16.7
EV/EBITDA (x)	8.4	7.7	6.0	5.3
P/BV (x)	1.5	1.5	1.4	1.3
Div yield (%)	2.1	1.4	1.8	1.8
ROE (%)	6.0	7.0	8.3	8.0
Net D/E (%)	(37.4)	(41.2)	(44.1)	(49.2)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 21-Jun-21 (Bt)	14.40
Market Cap (US\$ m)	698.3
Listed Shares (m shares)	1,525.1
Free Float (%)	65.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	10.2
12M Price H/L (Bt)	16.10/9.75
Sector	Construction
Major Shareholder	Chanvirakul family 21.7%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



Ex 1: Key Assumption Changes

	2021F	2022F	2023F
New work value (Bt bn)			
New	33.0	50.0	10.0
Old	35.3	64.0	25.0
Change (%)	(6.5)	(21.9)	(60.0)
Normalized earnings (Bt m)			
New	1,036	1,286	1,314
Old	1,060	1,325	1,407
Change (pp)	(2.2)	(3.0)	(6.6)

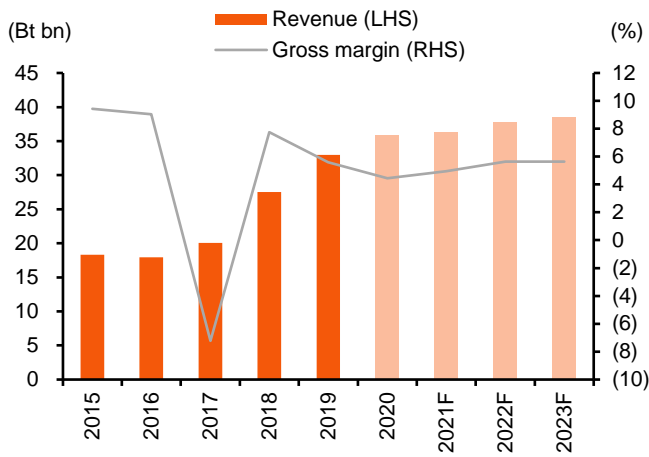
Source: Thanachart estimates

Ex 2: STEC's Potential New Work Value

Project	Construction Value (Bt bn)	Chance (%)	New work in 2021F (Bn)	New work in 2022F (Bn)	New work in 2023F (Bn)	New work in 2024F (Bn)
Backlog value as of January 2021			77			
Newly signed contracts						
Government Center Zone C			6			
Ayudhaya Diversion Canal			4			
To be signed contracts						
Double-track Denchai - Chiang Khong			23			
Potential projects						
South Purple Line	79	25	-	20	-	-
West Orange Line	96	-	-	-	-	-
Red Line Extension	67	25	-	-	-	17
Double-track Chira – Ubon	36	5	-	2	-	-
Double-track Khon Kaen - Nong Khai	25	5	-	1	-	-
U-Tapao Airport's First Phase	27	100	-	27	-	-
Others	-	-	-	-	10	10
Total new work value	330		33	50	10	27

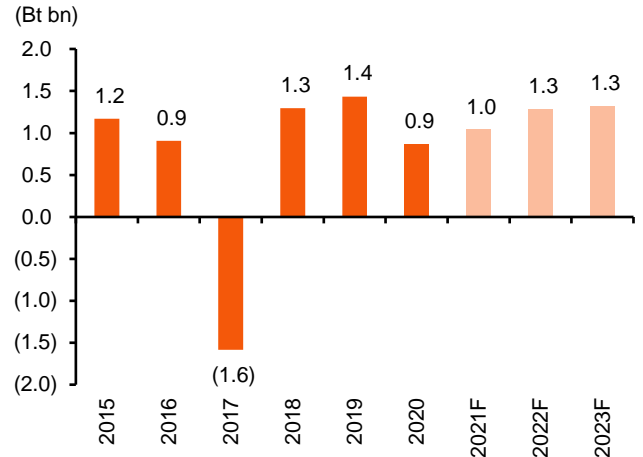
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: STEC's Revenue And Gross Margin



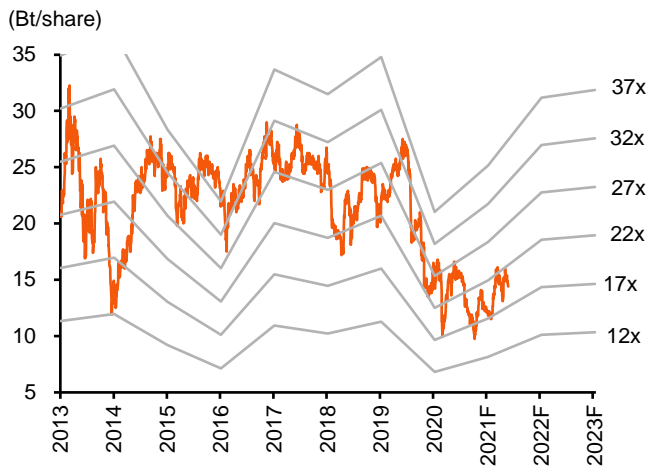
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: STEC's Normalized Earnings



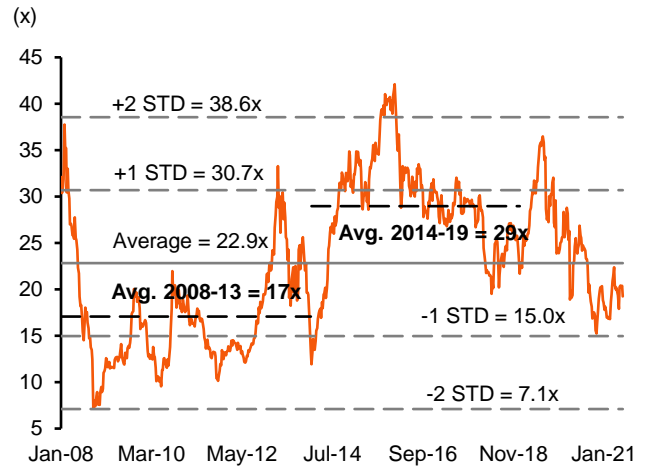
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: STEC's PE Band



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 6: STEC's PE Standard Deviation



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 7: 12-month SOTP-derived DCF-based TP Calculation, Using A 2022F Base Year

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	2,394	2,493	2,352	2,120	2,099	2,139	2,079	2,128	2,177	2,226	2,275	—
Free cash flow	849	1,392	1,125	1,371	1,593	1,507	1,049	1,245	1,294	1,344	1,394	17,104
PV of free cash flow	846	1,164	861	942	997	859	544	588	556	504	473	5,806
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	9.3											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	14,140											
Net debt (2020)	(6,300)											
Minority interest	290											
Equity value	20,150											
# of shares (m)	1,525											
Equity value/share (Bt)	13.2											
Sum-of-the-parts calculation												
								% holding				(Bt m)
Enterprise value from construction business												14,140
Investment equity value												8,896
TSE								9.00%				572
BSR JV								15.00%				1,523
GULF								1.88%				6,802
Total enterprise value												23,036
(Less) Net debt (2020F)												(6,300)
(Less) Minority interest												290
Total enterprise value												29,046
# of shares (fully diluted) (m shares)												1,525
Sum of the parts (SOTP)												19

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ซีโน-ไทย เอ็นจีเนียริ่งแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน) เป็นหนึ่งในบริษัทวิศวกรรมและการก่อสร้างที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย โดยบริษัทจะดำเนินงานโยธาและงานระบบเครื่องกล ในโครงการก่อสร้างอาคาร, โครงสร้างสาธารณูปโภคพื้นฐาน, พลังงาน, และสิ่งแวดล้อม, และอุตสาหกรรม บริษัทดำเนินงานโดยเป็นทั้งผู้รับเหมาหลัก, ผู้รับเหมาช่วง, และพันธมิตรร่วมค้า กับลูกค้าทั้งภาครัฐ และเอกชน STEC แบ่งงานก่อสร้างของบริษัทตามประเภทการก่อสร้างออกเป็น 5 ประเภทหลัก คือ งานก่อสร้างด้านสาธารณูปโภค งานก่อสร้างด้านอุตสาหกรรม งานก่อสร้างด้านอาคาร งานก่อสร้างด้านพลังงานงาน และงานก่อสร้างด้านสิ่งแวดล้อม

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

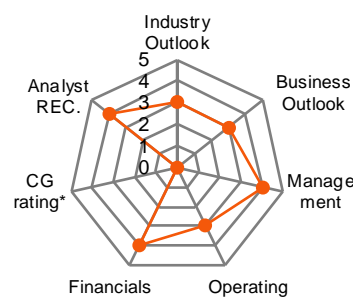
S — Strength

- มีฐานะทางการเงินแข็งแกร่งที่สุดในกลุ่ม ด้วยเป็นบริษัทที่ไม่มีหนี้
- เป็นผู้รับเหมาระดับ 1 ที่สามารถจะชนะการประมูลโครงการก่อสร้างต่างๆ ได้ทั้งหมด
- มีความเชี่ยวชาญงานก่อสร้างโรงไฟฟ้า

O — Opportunity

- รัฐบาลกำลังเร่งแผนลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน 2.3 ล้านลบ.
- ความกังวลในเรื่องมีไฟฟ้าใช้ไม่พอยังทำให้มีการเร่งลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้า

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; *No CG Rating

W — Weakness

- เนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่ของ STEC ขึ้นกับโครงการประมูล จึงไม่มีอะไรที่จะประกันได้ว่า STEC จะชนะการประมูล
- ธุรกิจรับเหมาก่อสร้างเป็นธุรกิจที่ใช้แรงงานเป็นหลัก ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงในเรื่องการเพิ่มขึ้นของต้นทุนแรงงาน และการขาดแคลนแรงงาน

T — Threat

- ผลกระทบจากโควิด-19 และใช้เวลาในการดำเนินงานของภาครัฐ ทำให้การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานล่าช้าออกไป
- ราคาวัสดุก่อสร้างที่ผันผวน เป็นความเสี่ยงหลัก และคาดว่าจะราคาจะเพิ่มขึ้นในปีหน้า

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	17.83	19.00	7%
Net profit 21F (Bt m)	1,164	1,036	-11%
Net profit 22F (Bt m)	1,284	1,286	0%
Consensus REC	BUY: 14	HOLD: 3	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- คาดการณ์กำไรของเราปี 2021F ต่ำกว่าตลาด 11% เนื่องจากเราเชื่อว่าเป็นเพราะเราให้สมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นที่ระมัดระวังมากขึ้น
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อกำไรในระยะยาวของบริษัทฯ

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากการดำเนินการโครงการโครงสร้างพื้นฐานนั้นช้ากว่าที่เราคาดไว้ จะกระตุ้นให้เราปรับลดสมมติฐานมูลค่างานใหม่และการคาดการณ์กำไรของเรา
- ต้นทุนวัสดุก่อสร้างมีสัดส่วนราว 50-60% ของต้นทุนรวมของ STEC ดังนั้นราคาที่เพิ่มขึ้น จึงเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- การฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่อ่อนแอกว่าคาดอาจส่งผลเชิงลบอย่างมากต่อความเชื่อมั่นของประชาชนและการลงทุนใหม่

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	32,992	35,841	36,304	37,825	38,574
Cost of sales	31,149	34,249	34,507	35,688	36,394
Gross profit	1,843	1,591	1,798	2,137	2,179
% gross margin	5.6%	4.4%	5.0%	5.7%	5.6%
Selling & administration expenses	530	686	726	757	771
Operating profit	1,313	906	1,072	1,381	1,408
% operating margin	4.0%	2.5%	3.0%	3.7%	3.6%
Depreciation & amortization	771	1,050	973	1,083	1,155
EBITDA	2,084	1,956	2,045	2,464	2,563
% EBITDA margin	6.3%	5.5%	5.6%	6.5%	6.6%
Non-operating income	277	166	175	179	186
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(51)	(53)	(63)	(64)	(63)
Pre-tax profit	1,539	1,018	1,184	1,496	1,531
Income tax	326	236	237	299	306
After-tax profit	1,213	782	947	1,196	1,225
% net margin	3.7%	2.2%	2.6%	3.2%	3.2%
Shares in affiliates' Earnings	231	95	100	100	100
Minority interests	(11)	(10)	(10)	(11)	(11)
Extraordinary items	50	226	0	0	0
NET PROFIT	1,484	1,093	1,036	1,286	1,314
Normalized profit	1,434	867	1,036	1,286	1,314
EPS (Bt)	1.0	0.7	0.7	0.8	0.9
Normalized EPS (Bt)	0.9	0.6	0.7	0.8	0.9

We expect STEC's earnings to turn around from this year onward...

...due to sustained high revenues and a recovery in gross margin

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	23,149	21,095	21,741	23,129	24,631
Cash & cash equivalent	7,261	6,496	7,000	7,800	9,000
Account receivables	10,342	9,905	9,946	10,363	10,568
Inventories	4,026	3,227	3,309	3,422	3,490
Others	1,520	1,468	1,485	1,544	1,573
Investments & loans	20,440	17,326	17,326	17,326	17,326
Net fixed assets	5,556	3,223	4,320	4,806	5,222
Other assets	62	2,389	2,330	2,273	2,215
Total assets	49,207	44,033	45,716	47,535	49,393
LIABILITIES:					
Current liabilities:	31,479	26,595	27,286	28,065	28,973
Account payables	27,802	21,673	22,217	22,977	23,931
Bank overdraft & ST loans	0	1,000	700	612	530
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	3,677	3,921	4,370	4,476	4,512
Total LT debt	0	0	0	0	0
Others LT liabilities	3,081	2,727	3,131	3,185	3,196
Total liabilities	34,560	29,321	30,417	31,250	32,169
Minority interest	271	279	290	300	311
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,525	1,525	1,525	1,525	1,525
Share premium	2,097	2,097	2,097	2,097	2,097
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	2,869	2,264	2,264	2,264	2,264
Retained earnings	7,886	8,546	9,123	10,098	11,026
Shareholders' equity	14,377	14,433	15,010	15,984	16,912
Liabilities & equity	49,207	44,033	45,716	47,535	49,393

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	1,539	1,018	1,184	1,496	1,531
Tax paid	(326)	(236)	(237)	(299)	(306)
Depreciation & amortization	771	1,050	973	1,083	1,155
Chg In working capital	1,492	(4,893)	420	231	681
Chg In other CA & CL / minorities	732	483	531	147	108
Cash flow from operations	4,208	(2,577)	2,871	2,658	3,168
Capex	(1,880)	1,282	(2,000)	(1,500)	(1,500)
Right of use	0	(2,314)	(10)	(10)	(10)
ST loans & investments	(10)	(59)	0	0	0
LT loans & investments	(8,104)	3,114	0	0	0
Adj for asset revaluation	2,726	(605)	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	2,352	(175)	403	51	10
Cash flow from investments	(4,914)	1,244	(1,607)	(1,459)	(1,500)
Debt financing	(1,236)	1,000	(300)	(88)	(82)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(763)	(458)	(460)	(311)	(386)
Warrants & other surplus	(31)	25	(0)	0	0
Cash flow from financing	(2,030)	567	(760)	(399)	(468)
Free cash flow	2,328	(1,295)	871	1,158	1,668

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	15.3	25.3	21.2	17.1	16.7
Normalized PE - at target price (x)	20.2	33.4	28.0	22.5	22.1
PE (x)	14.8	20.1	21.2	17.1	16.7
PE - at target price (x)	19.5	26.5	28.0	22.5	22.1
EV/EBITDA (x)	7.1	8.4	7.7	6.0	5.3
EV/EBITDA - at target price (x)	10.4	12.0	11.1	8.8	8.0
P/BV (x)	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3
P/BV - at target price (x)	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7
P/CFO (x)	5.2	(8.5)	7.7	8.3	6.9
Price/sales (x)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
Dividend yield (%)	2.1	2.1	1.4	1.8	1.8
FCF Yield (%)	10.6	(5.9)	4.0	5.3	7.6
(Bt)					
Normalized EPS	0.9	0.6	0.7	0.8	0.9
EPS	1.0	0.7	0.7	0.8	0.9
DPS	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
BV/share	9.4	9.5	9.8	10.5	11.1
CFO/share	2.8	(1.7)	1.9	1.7	2.1
FCF/share	1.5	(0.8)	0.6	0.8	1.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

Despite a sharp recovery in its share price, STEC's valuation is still attractive in our view

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	19.8	8.6	1.3	4.2	2.0
Net profit (%)	(8.2)	(26.3)	(5.2)	24.0	2.2
EPS (%)	(8.2)	(26.3)	(5.2)	24.0	2.2
Normalized profit (%)	10.5	(39.5)	19.5	24.0	2.2
Normalized EPS (%)	10.5	(39.5)	19.5	24.0	2.2
Dividend payout ratio (%)	30.8	42.0	30.0	30.0	30.0
Operating performance					
Gross margin (%)	5.6	4.4	5.0	5.7	5.6
Operating margin (%)	4.0	2.5	3.0	3.7	3.6
EBITDA margin (%)	6.3	5.5	5.6	6.5	6.6
Net margin (%)	3.7	2.2	2.6	3.2	3.2
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.5)
Interest coverage - EBIT (x)	25.8	17.2	17.1	21.5	22.3
Interest coverage - EBITDA (x)	41.0	37.1	32.6	38.4	40.5
ROA - using norm profit (%)	3.0	1.9	2.3	2.8	2.7
ROE - using norm profit (%)	11.3	6.0	7.0	8.3	8.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	9.6	5.4	6.4	7.7	7.4
- asset turnover (x)	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
- operating margin (%)	4.8	3.0	3.4	4.1	4.1
- leverage (x)	3.7	3.2	3.0	3.0	2.9
- interest burden (%)	96.8	95.1	95.0	95.9	96.0
- tax burden (%)	78.8	76.8	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3
ROIC (%)	47.0	9.8	9.6	12.7	12.8
NOPAT (Bt m)	1,035	696	857	1,104	1,126
invested capital (Bt m)	7,116	8,937	8,710	8,797	8,442

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 74 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2107A, AEON16C2108A, AOT16C2109A, AOT16C2106A, BAM16C2110A, BAM16C2107A, BANP16C2109A, BANP16C2107A, BBL16C2106A, BCH16C2109A, BDMS16C2109A, BDMS16C2107A, BGRI16C2110A, BH16C2109A, BPP16C2106A, CBG16C2109B, CBG16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2108A, COM716C2107A, CPAL16C2109A, CPAL16C2106A, CPF16C2108A, CPF16C2107A, CPN16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2108A, EA16C2108A, EA16C2107A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2106A, GULF16C2107A, GUNK16C2108A, HANA16C2107A, IRPC16C2108A, IVL16C2107A, KBAN16C2109A, KBAN16C2108A, KBAN16C2107A, KCE16C2109A, KTC16C2110A, IVL16C2109A, KCE16C2106A, KTC16C2106A, MINT16C2109A, MINT16C2107A, MTC16C2109A, MTC16C2108A, OR16C2109A, OR16C2108A, OR16C2106A, OR16C2107A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTG16C2107A, PTT16C2109A, PTT16C2109A, PTTG16C2108A, RS16C2109A, RS16C2108A, S5016C2109A, S5016P2109A, S5016P2109A, S5016C2109A, S5016C2106B, S5016P2106C, S5016C2106A, S5016P2106A, S5016P2106B, SAWA16C2107A, SCB16C2106A, SCGP16C2109A, SCGP16C2107A, STA16C2107A, TASC16C2109A, TASC16C2107A, TQM16C2108A (underlying securities are ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BGRIM, BH, BPP, CBG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, EA, EPG, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, KBANK, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTGC, RS, SAWAD, SCB, SCGP, STA, SET50, TASC, TQM). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน) (TMB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TMB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิลล์ แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หม่อศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกัน ได้แก่ นางอศิณี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ 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 นิจารุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลิงงาน , บีโตร์เคมี, กระจดาษ
จักร เรื่องสินภิญญา
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, เติบเรื่อ
พัทธดนย์ บุญนา
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, บ้านเทิง
รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

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

ขนส่ง, ภั้เบหมา
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

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

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

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

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

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

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

Data Support Team

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

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

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

สุนทร รักษาวัต
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

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

สุจินตนา สดภาพร
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