

BUY

Initiation

TP: Bt 5.00

Upside : 31.6%

18 JUNE 2021

Small Cap Research

Stark Corporation Pcl. (STARK TB)

เจ้าตลาดสายไฟฟ้า

เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ STARK ซึ่งเป็นผู้ผลิตสายไฟ และสายเคเบิลชั้นนำในอาเซียน ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" และให้ราคาเป้าหมายอิงวิธี DCF ที่ 5.0 บาท เราคาดว่าราคาจะเพิ่มขึ้นได้สามเท่าในสามปีจากการขยายตลาดไปยังเวียดนาม และมีแรงหนุนจากความต้องการใช้งานสายเคเบิลที่แข็งแกร่งในภูมิภาค เพื่อเตรียมก้าวเข้าสู่ยุค EV และเมืองอัจฉริยะ



NUTTAPOL PRASITSUKSANT

662-779-9107

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

เริ่มต้นบทวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 5.0 บาท

เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ STARK ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" เนื่องจาก 1) เรามองว่า STARK เป็นผู้นำด้านการผลิตสายไฟและสายเคเบิล โดยเป็นรายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย และเป็นอันดับที่ 14 ของโลกหลังขยายกิจการด้วยการเข้าซื้อโรงงานในเวียดนาม ซึ่งเป็นประเทศที่มีการเติบโตสูง โดยเราคาดว่าจะช่วยให้ STARK มีส่วนแบ่งตลาดและอัตรากำไรสูงขึ้นจากการเข้าไปขายผลิตภัณฑ์ระดับไฮเอนด์ในเวียดนาม 2) เรามอง STARK เป็นหุ้นเติบโต โดยเราคาดการณ์กำไรเพิ่มขึ้น 3 เท่าใน 3 ปี หรือเทียบเป็นการเติบโตที่ 62%/40%/32% ในช่วงปี 2021-23F และ 3) STARK มีความสามารถในการทำกำไรที่ ROE 41% ในปี 2021F และยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง เราประเมินมูลค่า STARK ด้วยวิธี DCF บนปีฐาน 2022F ได้ที่ 5.0 บาท และจากการมีแนวโน้มการเติบโตกำไรสูง เรามองว่าราคาหุ้นไม่ได้แพงที่ PE ที่ 34 เท่า ปี 2021F และลดเหลือ 24 เท่า ในปี 2022F

รากฐานแข็งแกร่งสำหรับการเติบโต

STARK ดำเนินงานภายใต้แบรนด์ "Phelps Dodge" มีส่วนแบ่งตลาดราว 30% ในตลาดสายไฟฟ้าและเคเบิลในประเทศไทย ซึ่งเป็นตลาดที่มีผู้ขายน้อยราย โดยมีผู้เล่นหลักสามรายครอบครองส่วนแบ่งกว่า 60% แม้ว่าปัจจุบันจะถือครองโดยเจ้าของใหม่ แต่ STARK นั้นอยู่ในธุรกิจมากกว่า 50 ปีแล้ว และเป็นผู้ผลิตเพียงรายเดียวในไทยที่สามารถผลิตสายไฟฟ้าแรงสูงพิเศษ (230kV และ 500kV) ได้ STARK เพิ่มกำลังการผลิตรวมเป็น 2 เท่าในปีที่แล้ว จากการเข้าซื้อโรงงานในไทยและผู้ผลิตสายไฟและสายเคเบิลรายใหญ่ที่สุดในเวียดนาม คือ ThiPha Cable ซึ่งเหล่านี้เป็นรากฐานของแนวโน้มการเติบโตที่แข็งแกร่งในอีกหลายปีข้างหน้า

คาดการณ์กำไรเพิ่ม 3 เท่า ใน 3 ปี

เราคาดว่ากำไรของ STARK จะเพิ่มขึ้นสามเท่า เป็น 3.3 พันลบ. ในปี 2023F จาก 1.1 พันลบ. ในปี 2020 โดยมีปัจจัยหนุนการเติบโต ได้แก่ 1) ความต้องการสายเคเบิลมูลค่ากว่า 2 แสนลบ. เพื่อรองรับการลงทุนของรัฐบาลไทยในปี 2021-25F ในการขยายสายส่ง การเดินสายเคเบิลใต้ดินในเมืองสำคัญ และการก่อสร้างรถไฟฟ้า 2) การขยายสายส่ง และการก่อสร้างโรงไฟฟ้าในเวียดนามเพื่อรองรับการใช้ไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้น 3) ปริมาณการขายและมาร์จิ้นที่เพิ่มขึ้นจากการรุกตลาดเคเบิลระดับไฮเอนด์ในเวียดนามเพื่อทดแทนการนำเข้า และ 4) มีคำสั่งซื้อในมือแล้วกว่า 9 พันลบ. ใน 2H21F

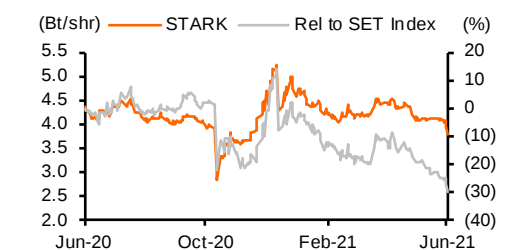
อัตรากำไรเพิ่มขึ้น

เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของ STARK จะเพิ่มขึ้นเป็น 24% ในปี 2023F จาก 18% ในปี 2020 ซึ่งได้แรงหนุนจากการมีสัดส่วนผลิตภัณฑ์ระดับไฮเอนด์ที่เพิ่มขึ้น อัตราการใช้การผลิตที่เพิ่มขึ้น และประโยชน์จากขนาด เราคาดว่าสายเคเบิลแรงปานกลางถึงสูงจะมีสัดส่วนเป็น 38% ของรายได้ในปี 2023F (จาก 33% ในปี 2020) หนุนโดยเทรนด์ของการยกระดับโครงข่ายไฟฟ้าของประเทศเพื่อรองรับการชาร์จรถยนต์ไฟฟ้า และสมาร์ตกริด เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจากการผลิตจะเพิ่มเป็น 73% ในปี 2023F จาก 51% ในปี 2020 และจากการที่ STARK ได้กลายเป็นผู้ผลิตสายไฟรายใหญ่ที่สุดในอาเซียนหลังเข้าซื้อกิจการ ThiPha ในปีที่แล้ว เราคาดว่าอำนาจการต่อรองราคาที่สูงขึ้นจะช่วยลดต้นทุนวัตถุดิบ (>80% ของ COGS) ได้ด้วย

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	16,858	19,788	22,820	25,954
Net profit	1,619	1,789	2,508	3,317
Consensus NP	—	na	na	na
Diff firm cons (%)	—	—	—	—
Norm profit	1,105	1,789	2,508	3,317
Prev. Norm profit	—	1,789	2,508	3,317
Chg firm prev (%)	—	—	—	—
Norm EPS (Bt)	0.1	0.1	0.2	0.2
Norm EPS grw (%)	312.3	61.9	40.2	32.3
Norm PE (x)	54.6	33.7	24.1	18.2
EV/EBITDA (x)	28.7	19.8	15.3	12.2
P/BV (x)	16.3	11.9	9.3	7.2
Div yield (%)	0.0	1.5	2.1	2.7
ROE (%)	37.0	40.9	43.5	44.7
Net D/E (%)	291.5	180.2	125.1	91.8

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 18-Jun-21 (Bt)	3.80
Market Cap (US\$ m)	1,438.6
Listed Shares (m shares)	11,906.4
Free Float (%)	28.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	15.3
12M Price H/L (Bt)	5.25/2.84
Sector	Industrial Materials & Machinery
Major Shareholder	K.Vonnarat Tangkaravakoon
	48.69%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: Three Key Production Plants In Thailand ...



Source: Company data

Ex 2: ...Including A 100-Meter-Tall VCV Building



Sources: Company data, Capstan*
Note: * Schematic figure, from Capstan and Extruder Group, is for illustration purposes and is not the actual design of STARK's plant

Ex 3: Acquired Manufacturing Plant In Vietnam...



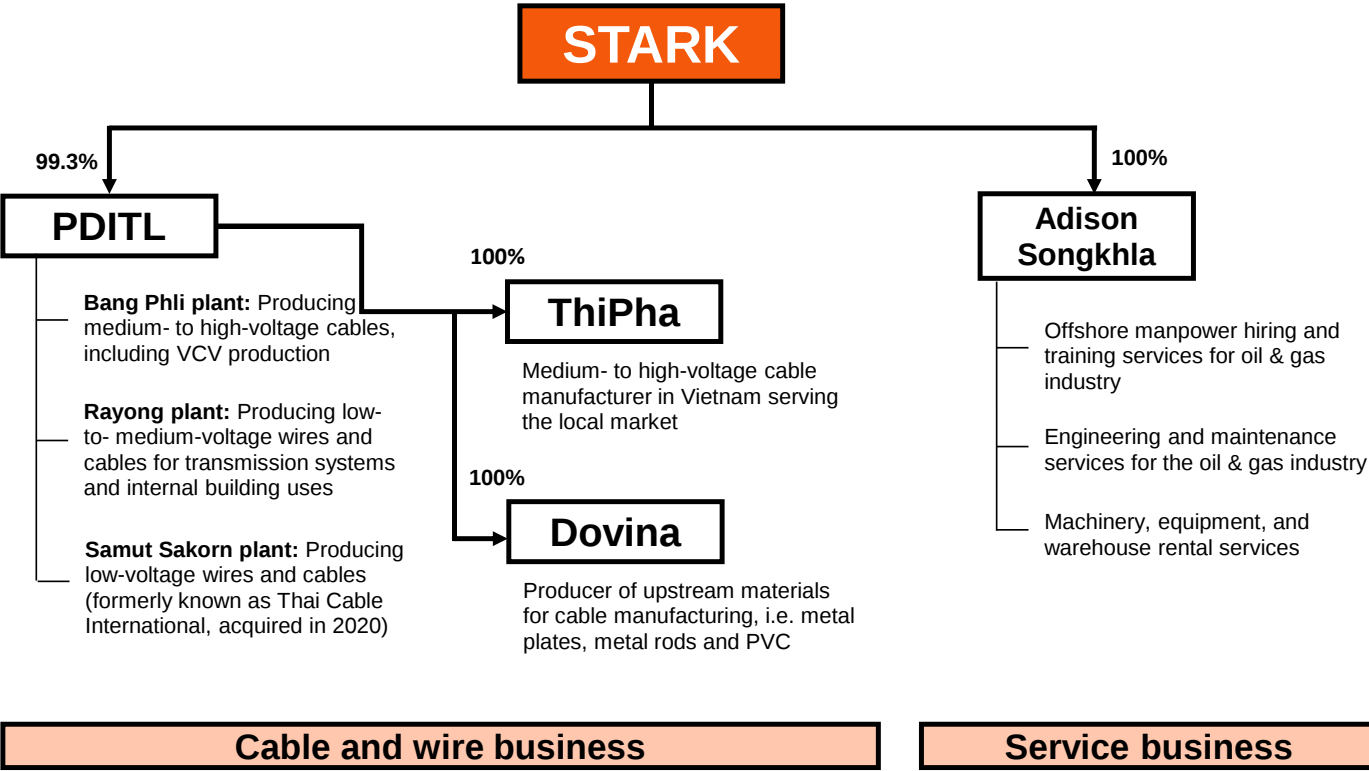
Source: Company data

Ex 4: ...With Related Upstream Production



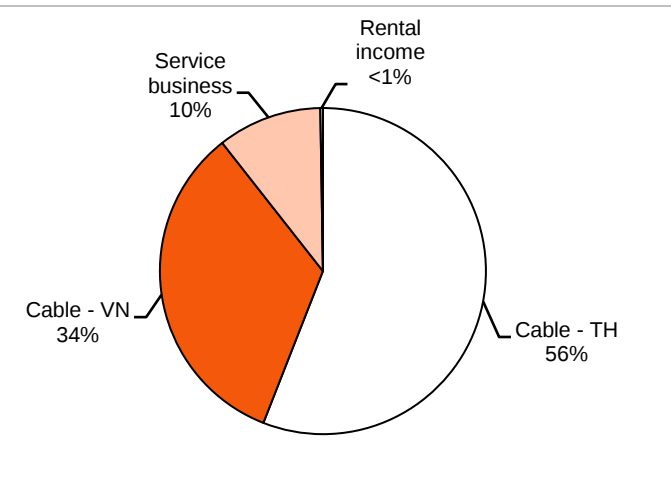
Source: Company data

Ex 5: STARK’s Company Structure



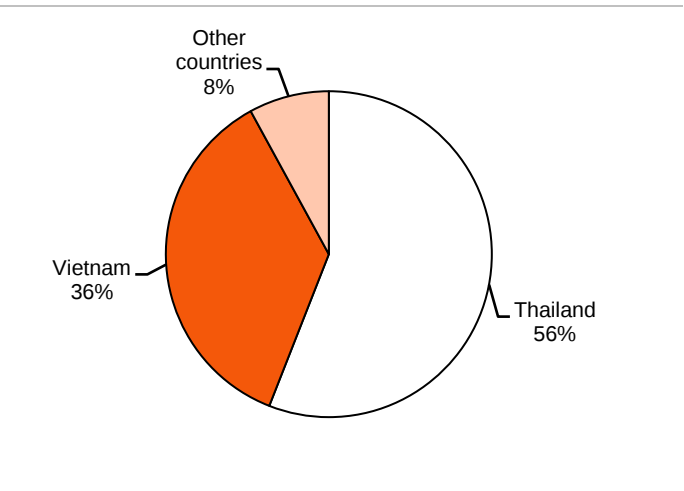
Source: Company data

Ex 6: Sales Breakdown By Business (2020)



Source: Company data

Ex 7: Sales Breakdown By Geography (2020)



Source: Company data

Ex 8: Our Key Assumptions

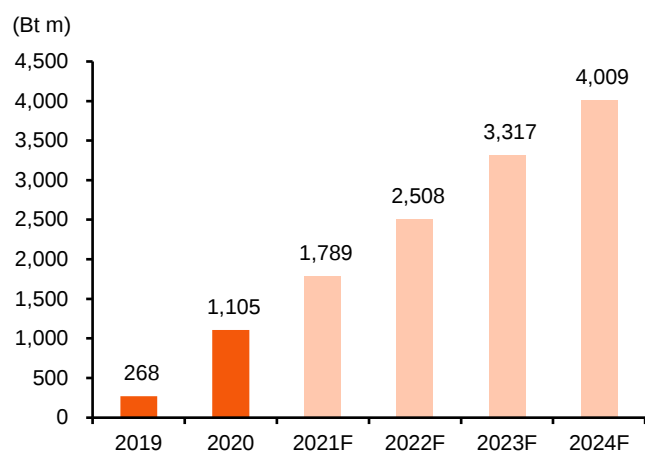
	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Revenue growth (%)	17.4	15.3	13.7	10.6	9.6
Gross margin (%)	20.5	22.2	23.9	24.7	25.3
Total production capacity (m tpa)	250.0	265.0	280.0	295.0	300.0
Plant utilization (%)	54.4	59.8	65.0	68.7	74.4

Source: Thanachart estimates

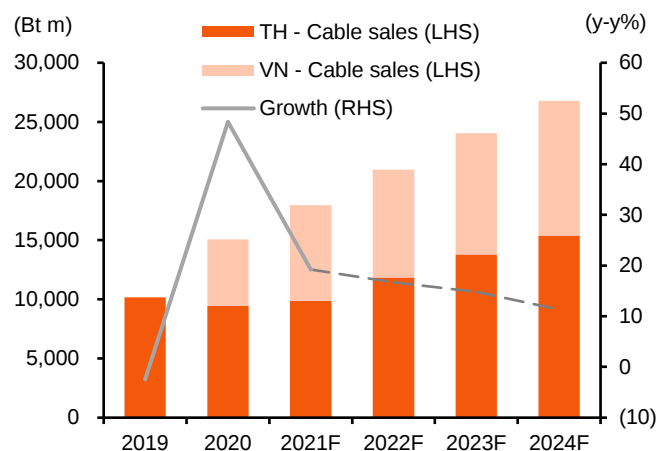
Ex 9: Opportunities From Various Infrastructure Projects In Thailand And Vietnam Over 2020-25

Project	Investment budget Bt bn	Estimated cable value Bt bn
Thailand		
- PEA transmission line expansion for SMART grid and underground cables	239.0	71.7
- MEA underground cable rollout in key cities	143.0	42.9
- Transmission line expansion for the EEC area	77.0	23.1
- EGAT transmission line expansion for higher electricity demand and urbanization	110.0	88.0
- Other related mega-infrastructure projects (i.e. sky train, highspeed train)	1796.0	89.8
Subtotal		315.5
Vietnam		
- New power plants	794.5	79.5
- Transmission line upgrades and expansions	317.1	95.1
Subtotal		174.6
Total market opportunities over 2020-25 from government projects		490.1

Sources: Thailand's Power Development Plan 2018 rev.1, Vietnam's Power Development Plan 7, Company data, Thanachart estimates

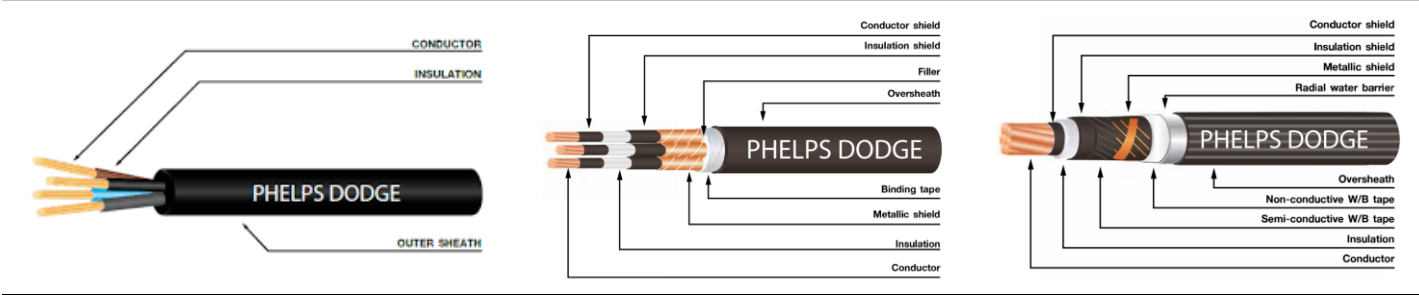
Ex 10: We Expect A 3x Earnings Jump In Three Years

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: Strong Sales Growth From Growing Cable Demand

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: Variety Of Electricity Cables Provided By STARK, From Low- To High-End



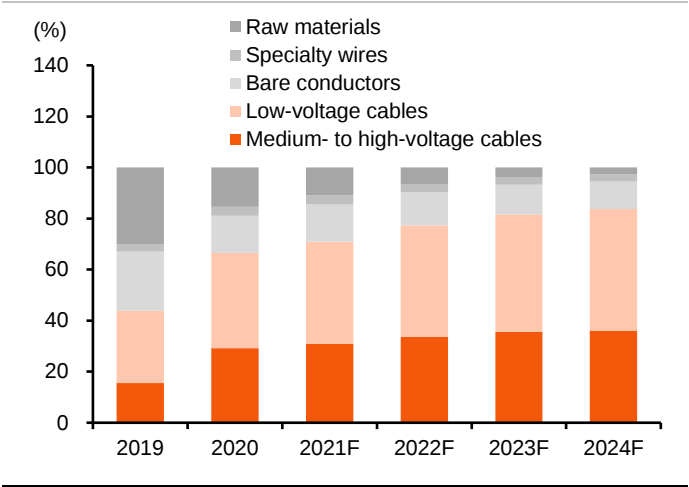
Source: Company data

Ex 13: High Value-Added From Complicated Production Processes For High-Voltage And Specialty Cables



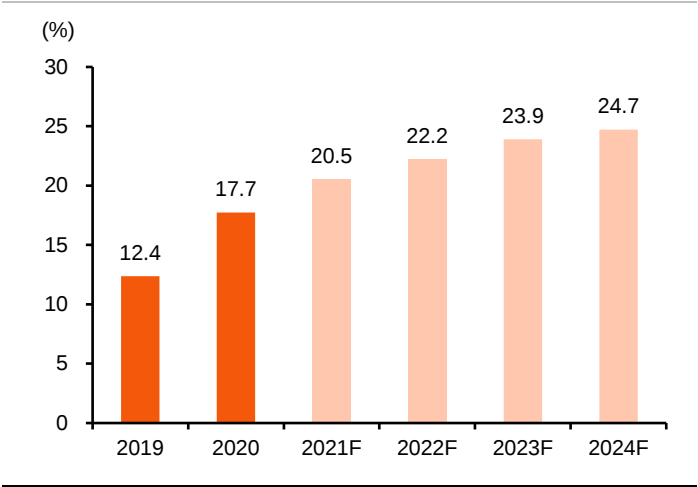
Sources: Company data, General Cable, Sumitomo

Ex 14: Increasing Portion Of Higher-End Products...



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 15: ...Thus A Rising Margin Trend



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 16: 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 (excl. depre from right of use)	4,302	5,396	6,269	7,107	7,808	8,280	8,634	8,985	9,331	9,689	10,060	—
Free cash flow	1,883	1,844	21,978	3,787	4,679	5,504	5,837	6,115	6,392	6,655	6,928	106,279
PV of free cash flow	1,749	1,590	17,584	2,813	3,158	3,433	3,365	3,259	3,148	3,030	2,780	42,655
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	7.7											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	88,563											
Net debt (2021F)	9,202											
Minority interest	55											
Equity value	79,305											
# of shares*	15,875											
Equity value/share (Bt)	5.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates
Note: * We use a number of fully-diluted shares in our DCF calculation, assuming all of its STARK-W1 warrants to be exercise in 2024F.

Valuation Comparison

Ex 17: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	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)	(%)	(%)
Nexans SA	NEX FP	France	99.3	27.7	20.3	15.9	2.3	2.1	7.7	6.8	1.0	1.3
nVent Electric PLC	NVT US	Britain	na	8.5	17.4	16.0	2.0	1.9	13.8	13.4	2.3	2.4
TE Connectivity Ltd	TEL US	Switzerland	na	10.2	21.7	19.7	4.4	4.0	14.2	13.2	1.5	1.5
Huber + Suhner AG	HUBN SW	Switzerland	15.5	21.6	23.8	19.5	2.3	2.1	12.1	10.2	2.1	2.4
Topsec Technologies Group	002212 CH	China	62.9	40.5	34.2	24.4	2.2	2.1	28.7	20.6	0.3	0.3
Yangtze Optical Fibre & Cabl	601869 CH	China	10.1	20.7	32.4	26.9	2.0	1.9	15.1	13.2	0.9	1.1
Arrow Syndicate PCL	ARROW TB	Thailand	3.0	8.8	13.2	12.2	6.3	6.8	10.3	9.9	5.2	5.7
Interlink Communication PCL	ILINK TB	Thailand	44.4	25.0	12.6	10.1	na	na	na	na	2.4	2.9
Interlink Telecom PCL	ITEL TB	Thailand	16.7	21.4	19.7	16.2	2.0	1.8	11.0	10.0	1.9	2.4
Stark Corporation *	STARK TB	Thailand	61.9	40.2	33.7	24.1	11.9	9.3	19.8	15.3	1.5	2.1
Average			39.2	22.5	22.9	18.5	3.9	3.6	14.7	12.5	1.9	2.2

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 18 June 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

STARK เป็นบริษัทโฮลดิ้ง โดยถือหุ้นในบริษัทในเครือที่ส่วนใหญ่เป็นผู้ผลิตสายไฟฟ้าและสายเคเบิลรายใหญ่ ซึ่งมีประสบการณ์มากกว่า 50 ปี ในอุตสาหกรรมสายไฟฟ้าทั้งในประเทศไทยและเวียดนาม ปัจจุบัน บริษัทฯ มีกำลังการผลิตรวมมากที่สุดในอาเซียนและมากเป็นอันดับที่ 14 ในตลาดโลก นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังดำเนินธุรกิจบริการจัดหากำลังคน โลจิสติกส์ และ คลังสินค้าให้เข้าแก่ลูกค้าในอุตสาหกรรมน้ำมันและก๊าซอีกด้วย

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีชื่อเสียงและประวัติที่ดีในตลาดในไทยและเวียดนาม
- อำนาจการต่อรองด้านราคากับซัพพลายเออร์และการประหยัดต่อขนาดจากการเป็นผู้ผลิตสายเคเบิลรายใหญ่ที่สุดในอาเซียน

O — Opportunity

- โอกาสในการส่งออกสินค้ามากขึ้น ใช้ประโยชน์จากขนาด ค่าแรงที่ต่ำ และสิทธิพิเศษประโยชน์ทางภาษีกับประเทศกำลังพัฒนาต่างๆ
- มีศักยภาพในการเข้าซื้อ หรือเข้าลงทุนธุรกิจที่เกี่ยวข้องเพิ่มเติม เพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันและเพิ่มส่วนแบ่งตลาด

CONSENSUS COMPARISON

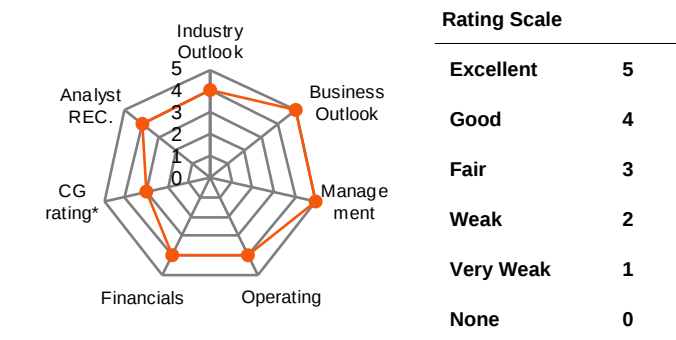
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	6.50	5.00	-23%
Net profit 21F (Bt m)	na	1,789	na
Net profit 22F (Bt m)	na	2,508	na
Consensus REC	BUY: 1	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราเป็นหนึ่งในสองโบรกเกอร์ที่ทาบหวิเคราะห์หุ้นนี้
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่า คาดว่าเนื่องจากเราใช้สมมติฐานที่มีความระมัดระวังสูงกว่า ต่อศักยภาพการเติบโตของ STARK จากการส่งออกที่มากขึ้น

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- ฟังพากการนำเข้าวัตถุดิบหลักคือ ทองแดง และอลูมิเนียม จากต่างประเทศ
- ฟังพากการใช้จ่ายของรัฐบาลในโครงการโครงสร้างพื้นฐานของประเทศในการผลักดันยอดขาย

T — Threat

- การผลิตสายเคเบิลเป็นเทคโนโลยีที่พัฒนาแล้ว จึงไม่ยากสำหรับผู้เล่นใหม่ที่มีเงินทุนหนาในการเจาะเข้ามายังตลาด
- การเปลี่ยนแปลงแรงจูงใจด้านภาษีและกฎระเบียบในการเข้าร่วมประมูลโครงการโครงสร้างพื้นฐานในแต่ละประเทศ

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความก้าวหน้าของโครงสร้างพื้นฐานในประเทศไทยและเวียดนามที่ช้ากว่าที่คาดไว้ ทั้งจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายของรัฐบาล หรือความล่าช้าในการก่อสร้างอาจเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการกำไรของเรา
- แผนการขายกำลังการผลิต และความสามารถในการเพิ่มกำลังการผลิตใหม่ที่ช้ากว่าที่คาดไว้ เป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการของเรา
- ความต้องการผลิตภัณฑ์ระดับไฮเอนด์ที่ต่ำกว่าที่คาดไว้จะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่ออัตรากำไร ดังนั้นจะกระทบต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	11,529	16,858	19,788	22,820	25,954
Cost of sales	10,103	13,869	15,730	17,750	19,747
Gross profit	1,426	2,989	4,058	5,070	6,207
% gross margin	12.4%	17.7%	20.5%	22.2%	23.9%
Selling & administration expenses	607	866	1,065	1,176	1,259
Operating profit	819	2,123	2,993	3,894	4,948
% operating margin	7.1%	12.6%	15.1%	17.1%	19.1%
Depreciation & amortization	193	357	515	588	634
EBITDA	1,012	2,480	3,508	4,482	5,582
% EBITDA margin	8.8%	14.7%	17.7%	19.6%	21.5%
Non-operating income	79	60	52	59	70
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(487)	(660)	(659)	(608)	(595)
Pre-tax profit	410	1,523	2,386	3,344	4,423
Income tax	145	419	596	836	1,106
After-tax profit	265	1,104	1,789	2,508	3,317
% net margin	2.3%	6.5%	9.0%	11.0%	12.8%
Shares in affiliates' Earnings	3	1	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	(10)	513	0	0	0
NET PROFIT	258	1,619	1,789	2,508	3,317
Normalized profit	268	1,105	1,789	2,508	3,317
EPS (Bt)	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
Normalized EPS (Bt)	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2

We see STARK as a growth stock with earnings tripling in three years

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	8,707	16,331	17,187	19,143	21,824
Cash & cash equivalent	1,431	1,156	1,000	1,500	2,000
Account receivables	3,465	6,042	6,777	7,502	8,533
Inventories	3,671	8,618	9,050	9,726	10,820
Others	140	515	359	415	471
Investments & loans	300	344	344	344	344
Net fixed assets	2,604	4,213	4,325	4,418	5,470
Other assets	1,044	6,429	5,816	5,352	4,783
Total assets	12,655	27,316	27,672	29,257	32,422
LIABILITIES:					
Current liabilities:	8,138	19,649	16,591	16,564	17,824
Account payables	4,788	10,248	10,774	11,185	12,443
Bank overdraft & ST loans	2,528	7,761	3,061	2,420	2,428
Current LT debt	666	1,057	2,142	2,178	2,186
Others current liabilities	155	583	613	781	766
Total LT debt	1,754	3,310	4,999	5,082	5,100
Others LT liabilities	450	594	977	1,072	1,098
Total liabilities	10,341	23,553	22,566	22,718	24,022
Minority interest	46	55	55	55	55
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	12,338	11,906	11,906	11,906	11,906
Share premium	(10,542)	(10,542)	(10,542)	(10,542)	(10,542)
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(493)	(591)	(591)	(591)	(591)
Retained earnings	965	2,935	4,277	5,711	7,572
Shareholders' equity	2,268	3,709	5,050	6,484	8,345
Liabilities & equity	12,655	27,316	27,672	29,257	32,422

Sources: Company data, Thanachart estimates

Winding down gearing after a few major acquisitions in 2020

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	410	1,523	2,386	3,344	4,423
Tax paid	(129)	(205)	(655)	(740)	(1,098)
Depreciation & amortization	193	357	515	588	634
Chg In working capital	(547)	(2,064)	(641)	(991)	(866)
Chg In other CA & CL / minorities	(702)	25	36	17	(80)
Cash flow from operations	(774)	(364)	1,640	2,218	3,014
Capex	(405)	(1,924)	(500)	(500)	(1,500)
Right of use	0	(308)	(500)	(200)	(100)
ST loans & investments	(30)	(179)	209	0	0
LT loans & investments	1,078	(44)	0	0	0
Adj for asset revaluation	(640)	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(315)	(5,103)	1,368	578	509
Cash flow from investments	(312)	(7,558)	577	(122)	(1,091)
Debt financing	197	7,825	(1,926)	(522)	34
Capital increase	1,795	(432)	(0)	0	0
Dividends paid	0	0	(447)	(1,074)	(1,456)
Warrants & other surplus	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	1,992	7,393	(2,373)	(1,597)	(1,422)
Free cash flow	(1,179)	(2,287)	1,140	1,718	1,514

Improving cash flow stream as its capex cycle has ended

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	225.0	54.6	33.7	24.1	18.2
Normalized PE - at target price (x)	296.1	71.8	44.4	31.6	23.9
PE (x)	234.2	37.3	33.7	24.1	18.2
PE - at target price (x)	308.1	49.0	44.4	31.6	23.9
EV/EBITDA (x)	63.1	28.7	19.8	15.3	12.2
EV/EBITDA - at target price (x)	81.9	36.4	25.3	19.5	15.6
P/BV (x)	26.6	16.3	11.9	9.3	7.2
P/BV - at target price (x)	35.0	21.4	15.7	12.2	9.5
P/CFO (x)	(77.9)	(165.9)	36.8	27.2	20.0
Price/sales (x)	3.9	2.7	2.3	2.0	1.7
Dividend yield (%)	0.0	0.0	1.5	2.1	2.7
FCF Yield (%)	(2.0)	(3.8)	1.9	2.8	2.5
(Bt)					
Normalized EPS	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
EPS	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
DPS	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
BV/share	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5
CFO/share	(0.0)	(0.0)	0.1	0.1	0.2
FCF/share	(0.1)	(0.1)	0.1	0.1	0.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

We see its premium valuation being justified by its strong growth outlook

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(2.7)	46.2	17.4	15.3	13.7
Net profit (%)	(50.9)	528.4	10.5	40.2	32.3
EPS (%)	(50.9)	528.4	10.5	40.2	32.3
Normalized profit (%)	(40.8)	312.3	61.9	40.2	32.3
Normalized EPS (%)	(40.8)	312.3	61.9	40.2	32.3
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	12.4	17.7	20.5	22.2	23.9
Operating margin (%)	7.1	12.6	15.1	17.1	19.1
EBITDA margin (%)	8.8	14.7	17.7	19.6	21.5
Net margin (%)	2.3	6.5	9.0	11.0	12.8
D/E (incl. minor) (x)	2.1	3.2	2.0	1.5	1.2
Net D/E (incl. minor) (x)	1.5	2.9	1.8	1.3	0.9
Interest coverage - EBIT (x)	1.7	3.2	4.5	6.4	8.3
Interest coverage - EBITDA (x)	2.1	3.8	5.3	7.4	9.4
ROA - using norm profit (%)	2.0	5.5	6.5	8.8	10.8
ROE - using norm profit (%)	16.5	37.0	40.9	43.5	44.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	16.3	36.9	40.9	43.5	44.7
- asset turnover (x)	0.9	0.8	0.7	0.8	0.8
- operating margin (%)	7.8	12.9	15.4	17.3	19.3
- leverage (x)	8.1	6.7	6.3	4.9	4.2
- interest burden (%)	45.7	69.8	78.3	84.6	88.1
- tax burden (%)	64.6	72.5	75.0	75.0	75.0
WACC (%)	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
ROIC (%)	10.1	26.6	15.3	20.5	25.3
NOPAT (Bt m)	529	1,539	2,245	2,921	3,711
invested capital (Bt m)	5,785	14,681	14,253	14,664	16,059

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Improving profitability trend
from a better product mix
and scale benefits*

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ 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, TASCQ, TQM). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อย่างดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีส่วนได้ส่วนเสียกับ 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 มีการรวมกันใต้แก่ นายสมเจตน์ หมอศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้น “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 ผู้ถือหุ้นของ บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566” ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิการกุล, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

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

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

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

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

พลังงาน , ปิโตรเคมี, กระดาษ
จักร เรืองสินัญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Data Support Team

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

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

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

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

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@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