

Thailand Construction Sector

ยังมีปัจจัยหนุนการเติบโต

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	23.50	1,033	na	na	na	na	59.5	1.3	1.3	0.2
Pylon Pcl	PYLON TB	HOLD	4.34	4.30	100	(80.7)	245.3	93.4	27.1	3.3	3.0	0.5	2.8
Seafoo Pcl	SEAFCO TB	BUY	4.78	5.30	109	na	na	na	25.3	2.3	2.1	0.0	2.0
Sino-Thai Eng & Con	STEC TB	BUY	13.30	17.50	625	(79.6)	399.5	114.8	23.0	1.4	1.4	0.3	1.3

Source: Thanachart estimates, Based on 30 August 2021 closing prices

โควิด การล็อกดาวน์ การประมูลล่าช้า และอาจมีการเลือกตั้งก่อนกำหนด กำลังบั่นทอนการเติบโตของกลุ่มรับเหมา เราได้ปรับลดน้ำหนักของกลุ่ม และคงน้ำหนักลงทุนเป็น "OVERWEIGHT" เนื่องจากยังคงมีปัจจัยหนุนการเติบโต และราคาหุ้นได้ปรับลดลงมาแล้ว CK เป็น Top Pick ของเรา

คงน้ำหนักลงทุนเป็น "OVERWEIGHT"

เนื่องจากสถานการณ์โควิด-19 การล็อกดาวน์ การประมูลที่ล่าช้า และอาจมีการเลือกตั้งก่อนกำหนดในต้นปีหน้า เราจึงปรับน้ำหนักของกลุ่มรับเหมาก่อสร้างลงเป็นขาดทุน 151 ลบ. (จากกำไร 1.3 พันลบ.) ในปี 2021F, เติบโต 37% ในปี 2022F และ 19% ในปี 2023F แต่ยังคงน้ำหนักลงทุนกลุ่มฯ เป็น "OVERWEIGHT" เนื่องจาก 1) แม้การประมูลโครงการใหม่จะล่าช้าออกไป แต่มูลค่างานในมือยังคงสูงรองรับการฟื้นตัวของกำไรที่ 1.7 พันลบ. ในปี 2022F 2) เรายังคงคาดว่าสายสีม่วงใต้และสายสีส้มตะวันตกจะเปิดประมูลหลังเลือกตั้ง และ 3) เรามองว่ากลุ่มปรับตัวลงมาแล้ว ด้วยข้อขาย PE ที่ 36 เท่า ในปี 2022F และ 24 เท่า ในปี 2023F เทียบกับระดับเฉลี่ยก่อนโควิด-19 ในปี 2015-19 ที่ 35 เท่า

ปัจจัยกดดัน

ปัจจัยหลักกดดัน 2 ประการสำหรับกลุ่มรับเหมา คือ ผลกระทบจากโควิด-19 ที่ทำให้การก่อสร้างล่าช้าในปีนี้ และการเลือกตั้งที่อาจเกิดก่อนกำหนด (คาดในกลางปี 2022F) จะทำให้การประมูลโครงการใหม่ล่าช้าออกไปยังปลายปีหน้า หลังจากที่มีรัฐบาลสั่งปิดสถานที่ก่อสร้างขนาดใหญ่ในกรุงเทพฯ และปริมณฑลในเดือนก.ค. ปัจจุบันสถานที่ก่อสร้างทั้งหมดได้กลับมาเปิดอีกครั้ง แต่มีมาตรการควบคุมโควิดที่เข้มงวดขึ้น เราคาดว่าต้นทุนจะสูงขึ้น และงานก่อสร้างล่าช้าจนถึง 2H21F และกำไร 3Q21F น่าจะแตะระดับต่ำสุด เราสมมติให้รถไฟฟ้าสายสีม่วงตอนใต้มูลค่า 7.9 หมื่นลบ. และรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก มูลค่า 9.6 หมื่นลบ. ล่าช้าออกไปหลังการเลือกตั้ง เราคาดว่าจะไม่มีการประมูลเมกะโปรเจกต์ใน 2H21-1H22F

ยังคงมีปัจจัยหนุนการเติบโต

แม้กำไรจะลดลงในปีนี้ แต่เราคาดว่ากำไรจะเติบโตแข็งแกร่งมาอยู่ที่ 1.7 พันลบ. ในปี 2022F และเติบโต 51% y-y ในปี 2023F ปัจจัยหนุนที่สำคัญ คือ 1) การกลับมาดำเนินการก่อสร้างตามปกติ และมูลค่างานในมือที่ 1.32 แสนลบ. ในปี 2021F เพิ่มขึ้นเป็น 3.3 แสนลบ. ในปี 2022F และ 2) อัตราการดำเนินงานที่สูงขึ้นจะหนุนให้อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นจาก 5% ในปี 2021F เป็น 7.4-7.7% ในปี 2022-23 ปัจจัยหลักหนุนกำไรเราคาดว่ามาจากโครงการที่มีอยู่อย่างรถไฟฟ้าสายสีชมพู สายสีเหลือง และสายสีส้มตะวันออก และโครงการอาคารเชิงพาณิชย์ในปี 2022F และโครงการใหม่อย่างเช่น รถไฟรางคู่ โรงไฟฟ้าพลังน้ำหลวงพระบาง สนามบินอุตรดิตถ์ สายสีม่วงใต้ รถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก ในปี 2023F

CK ยังคงเป็น Top Pick

ประการแรก เราคาดว่า CK จะมีกำไรเติบโตแข็งแกร่งที่สุดในปี 2022-25F จากมูลค่างานใหม่ที่สูง และการฟื้นตัวของกำไรจากบริษัทในเครือ ประการที่สอง CK เป็นตัวเลือกที่ถูกที่สุดสำหรับเรา โดยข้อขายที่ระดับที่มีส่วนลด 48% จากมูลค่าตลาดของบริษัทรวมและได้ธุรกิจก่อสร้างมาแบบฟรีๆ เทียบกับส่วนลด 54% ในปี 2020, 45% ในปี 2019 และ 10-26% ในปี 2017-18 ประการที่สาม เราคาดว่า CK จะชนะโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มในช่วงปลายปี 2022F

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

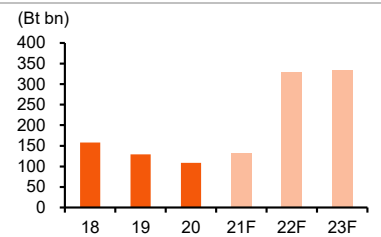


SAKSID PHADTHANANARAK

662 - 779 9122

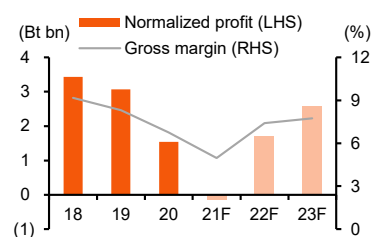
saksid.pha@thanachartsec.co.th

The Four Contractors' Backlog Value



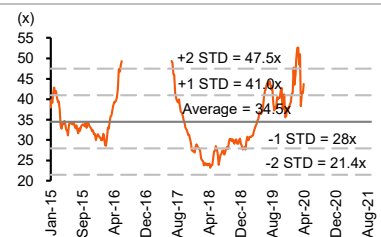
Sources: Company data, Thanachart estimates

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	(335)	564	1,054	23.5
Old	518	1,088	1,408	26.0
Change (%)	na	(48.2)	(25.2)	(9.6)
STEC's normalized earnings (Bt m)				
New	177	883	1,090	17.5
Old	710	1,254	1,288	19.0
Change (%)	(75.1)	(29.6)	(15.4)	(7.9)
SEAFCO's normalized earnings (Bt m)				
New	(27)	140	250	5.3
Old	56	201	279	5.6
Change (%)	na	(30.4)	(10.5)	(5.4)
PYLON's normalized earnings (Bt m)				
New	35	120	184	4.3
Old	64	180	194	4.3
Change (%)	(45.4)	(33.1)	(5.0)	—

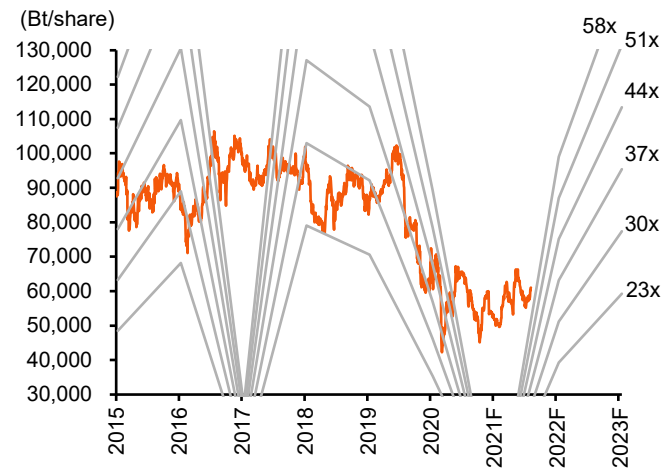
Source: Thanachart estimates

Ex 2: Estimated Timeline For Infrastructure Projects Being Awarded To Contractors In 2021-23F

Project (Bt bn)	Project value	Construction value	2H21F	1H22F	2H22F	2023F
To-be-signed contracts						
Double-track Denchai - Chiang Khong	72	72	72	-	-	-
Double-track Banpai – Nakhon Phanom	55	55	55	-	-	-
U-Tapao Airport's First Phase	31	27	-	-	27	-
Luang Prabang Hydropower Plant	150	81	-	81	-	-
Potential projects						
South Purple Line	125	79	-	-	79	-
West Orange Line	129	96	-	-	96	-
Red Line Extension	103	67	-	-	-	67
Double-track Chira – Ubon	36	36	-	-	-	36
Double-track Khon Kaen - Nong Khai	25	25	-	-	-	25
Total new work value		538	127	81	202	128

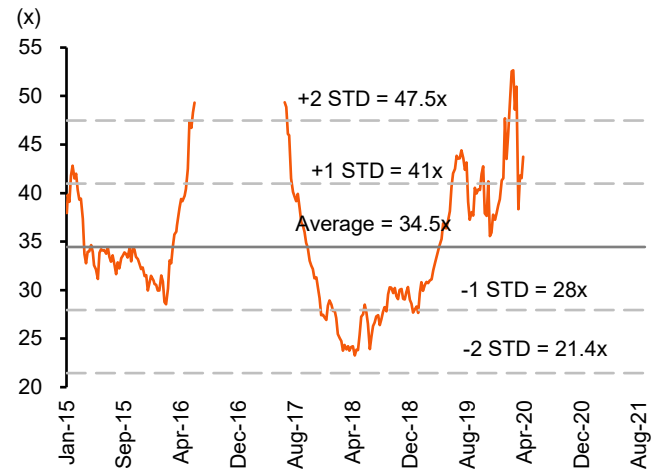
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Sector's PE Band



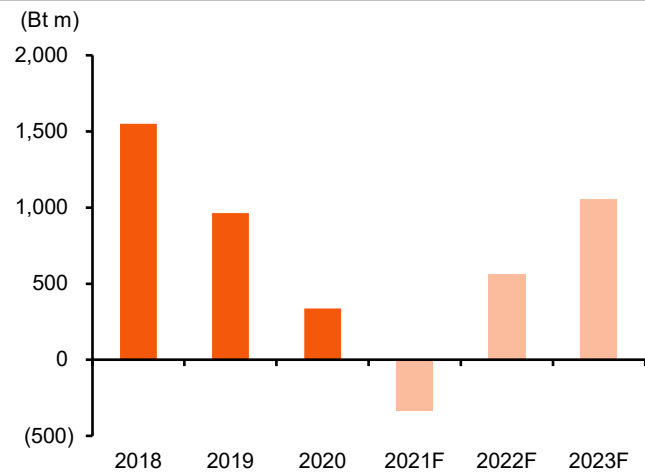
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 4: Sector's PE Standard Deviation



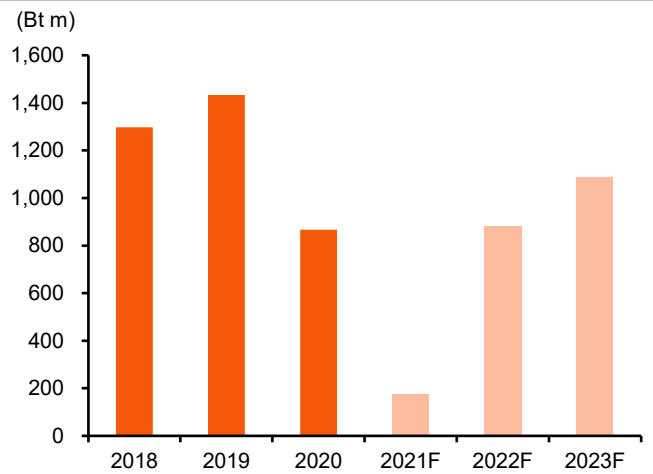
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

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 Price (Bt)	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Italian-Thai Devel.	ITD TB	2.38	85.2	na	na	na	1.0	1.1	11.2	10.3	na	na
Pre-Built	PREB TB	8.30	69.5	6.6	9.1	8.6	na	na	7.6	7.2	na	na
Sriracha Construction	SRICHA TB	20.60	191.9	41.0	15.4	10.9	3.9	3.7	9.9	6.8	6.3	8.3
CH Karnchang*	CK TB	19.80	na	na	na	59.5	1.3	1.3	na	315.3	0.2	0.7
Pylon Pcl*	PYLON TB	4.34	(80.7)	245.3	93.4	27.1	3.3	3.0	22.3	12.2	0.5	2.8
Seafco Pcl*	SEAFCO TB	4.78	na	na	na	25.3	2.3	2.1	25.9	10.3	0.0	2.0
Sino Thai Eng. & Cons*	STEC TB	13.30	(79.6)	399.5	114.8	23.0	1.4	1.4	15.5	7.3	0.3	1.3
Average			37.3	173.1	58.2	25.7	2.2	2.1	15.4	52.8	1.5	3.0

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth

Based on 30-Aug-21 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 8: Sector Valuation Comparison

		CK TB	PYLON TB	SEAFCO TB	STEC TB	Industry
Rating		BUY	HOLD	BUY	BUY	Overweight
Market cap	(US\$ m)	1,033	100	109	625	
Target price (Bt)	Thanachart	23.50	4.30	5.30	17.50	
	Consensus	23.56	4.49	5.22	16.67	
Consensus rec.	BUY	16	2	3	12	
	HOLD	0	3	3	4	
	SELL	0	3	2	1	
Sales (Bt m)	2020	16,941	1,415	2,560	35,841	56,757
	2021F	11,932	809	1,621	25,375	39,737
	2022F	16,831	1,370	1,977	29,363	49,542
	2023F	21,927	1,520	2,559	34,031	60,037
Normalized profits (Bt m)	2020	337	181	154	867	1,539
	2021F	(335)	35	(27)	177	(151)
	2022F	564	120	140	883	1,707
	2023F	1,054	184	250	1,090	2,578
Sales growth (%)	2020	(26.9)	(8.9)	(15.6)	8.6	(6.6)
	2021F	(29.6)	(42.9)	(36.7)	(29.2)	(30.0)
	2022F	41.1	69.4	21.9	15.7	24.7
	2023F	30.3	10.9	29.4	15.9	21.2
Normalized EPS growth (%)	2020	(65.0)	(31.4)	(62.3)	(39.5)	(49.9)
	2021F	na	(80.7)	na	(79.6)	(109.8)
	2022F	na	245.3	na	399.5	na
	2023F	87.0	53.3	78.6	23.4	51.0
Operating margin (%)	2020	(2.5)	14.7	7.6	2.5	1.6
	2021F	(8.8)	5.0	(3.0)	(0.0)	(2.7)
	2022F	(3.1)	10.5	8.0	3.0	1.3
	2023F	(1.1)	14.7	11.5	3.3	2.4
ROE (%)	2020	1.3	17.1	9.6	6.0	8.5
	2021F	na	3.4	na	1.2	2.3
	2022F	2.2	11.7	8.9	6.1	7.2
	2023F	4.0	16.4	14.4	7.1	10.5
Dividend yield (%)	2020	1.0	3.2	2.1	2.3	2.1
	2021F	0.2	0.5	0.0	0.3	0.3
	2022F	0.7	2.8	2.0	1.3	1.7
	2023F	1.3	4.3	3.5	1.6	2.7
P/BV (x)	2020	1.3	3.1	2.2	1.4	1.4
	2021F	1.3	3.3	2.3	1.4	1.4
	2022F	1.3	3.0	2.1	1.4	1.4
	2023F	1.2	2.8	1.9	1.3	1.3
Normalized PE (x)	2020	99.5	18.0	22.9	23.4	39.4
	2021F	na	93.4	na	114.8	na
	2022F	59.5	27.1	25.3	23.0	35.5
	2023F	31.8	17.6	14.1	18.6	23.5
EV/EBITDA (x)	2020	227.7	9.7	9.4	7.6	63.6
	2021F	na	22.3	25.9	15.5	21.2
	2022F	315.3	12.2	10.3	7.3	86.3
	2023F	121.3	8.6	7.2	5.8	35.7
Net D/E (x)	2020	1.3	(0.3)	0.2	(0.4)	0.2
	2021F	1.2	(0.2)	0.1	(0.4)	0.2
	2022F	1.1	(0.3)	0.1	(0.4)	0.1
	2023F	1.0	(0.4)	0.1	(0.4)	0.1

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET INDEX	7.3	2.5	24.7	12.7	—	—	—	—
Construction	9.5	0.2	19.2	10.0	2.1	(2.3)	(5.5)	(2.8)
CK TB	8.2	(2.5)	2.6	19.3	0.8	(5.0)	(22.1)	6.6
PYLON TB	5.9	(10.3)	0.5	10.2	(1.5)	(12.9)	(24.2)	(2.6)
SEAFCO TB	9.1	(8.1)	(15.4)	7.7	1.8	(10.6)	(40.1)	(5.1)
STEC TB	9.0	(16.9)	0.8	4.7	1.7	(19.4)	(23.9)	(8.0)

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้รับเหมาระดับ Class-A สามารถประมูลโครงการก่อสร้างได้ทั้งหมด
- มีความเชี่ยวชาญโครงการก่อสร้างขนาดใหญ่

O — Opportunity

- ประเทศไทยกำลังอยู่ในช่วงกลางของการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานรอบใหม่
- รัฐบาลตั้งใจที่จะลงทุนในโครงการโครงสร้างพื้นฐานเพื่อพัฒนาความได้เปรียบในการแข่งขันของไทย และดึงดูดการลงทุนภาคเอกชน

W — Weakness

- รายได้ส่วนใหญ่มาจากโครงการที่ต้องประมูล และไม่มีกำไรดีว่าผู้รับเหมาจะชนะประมูล
- ธุรกิจรับเหมาก่อสร้างเป็นธุรกิจที่ใช้แรงงานเป็นหลัก ทำให้มีความเสี่ยงจากค่าแรงเพิ่ม และการขาดแคลนแรงงาน

T — Threat

- ความผันผวนของราคาสินค้าก่อสร้างเป็นความเสี่ยงหลัก ขณะที่ค่าแรงขั้นต่ำจะสูงขึ้นในปีหน้า
- หนี้สาธารณะอาจเป็นสาเหตุให้รัฐบาลเลื่อนการลงทุนในโครงการโครงสร้างพื้นฐาน

REGIONAL COMPARISON

Name	—EPS growth—		— PE —		— P/BV —		— EV/EBITDA —		— Div. Yield —	
	21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
China	10.4	9.0	3.6	3.3	0.4	0.4	7.2	6.6	5.1	5.5
India	(31.5)	110.5	30.9	14.2	1.9	1.6	12.0	6.9	0.5	0.7
Malaysia	(7.8)	29.1	20.8	16.0	0.8	0.7	12.7	10.7	1.2	3.3
South Korea	47.2	(4.6)	8.0	7.7	1.0	0.9	5.7	5.5	1.3	1.8
Thailand	(109.8)	na	na	35.5	1.4	1.4	21.2	86.3	0.3	1.7
Average	(18.3)	36.0	15.8	15.3	1.1	1.0	11.8	23.2	1.7	2.6
CK TB	na	na	na	59.5	1.3	1.3	na	315.3	0.2	0.7
PYLON TB	(80.7)	245.3	93.4	27.1	3.3	3.0	22.3	12.2	0.5	2.8
SEAFCO TB	na	na	na	25.3	2.3	2.1	25.9	10.3	0.0	2.0
STEC TB	(79.6)	399.5	114.8	23.0	1.4	1.4	15.5	7.3	0.3	1.3
Average	(109.8)	na	na	35.5	1.4	1.4	21.2	86.3	0.3	1.7

Sources: Bloomberg Consensus

Note: * Thanachart estimate – using normalized EPS

BUY (Unchanged)

TP: Bt 23.50

(From: Bt 26.00)

Change in Numbers

Upside : 18.7%

31 AUGUST 2021

Ch. Karnchang Pcl (CKTB)

งานในมือฟื้นตัว

CK เป็น Top Pick ของเรา บริษัทฯ อยู่ในช่วงการฟื้นตัวที่สำคัญของงานในมือจากระดับต่ำสุดที่ 2.9 หมื่นลบ. ในปี 2020 มาสูงสุดที่ 2.31 แสนลบ. ในปี 2023F ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมยังเริ่มพลิกฟื้นในปีนี้เช่นกัน ที่ส่วนลด 48% จากมูลค่า SOTP เทียบกับเฉลี่ยก่อนเกิดโควิดที่ 35% CK นั้นไม่แพงคงค่าแนะนำ "ซื้อ"



SAKSID PHADTHANARAK

662 - 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

งานในมือฟื้นตัวอย่างมาก

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มรับเหมาก่อสร้าง - "ยังมีปัจจัยหนุนการเติบโต" วันที่ 31 ส.ค.2021 CK อยู่ในช่วงการฟื้นตัวที่สำคัญของงานในมือ บริษัทฯ มีงานในมือต่ำสุดที่ 2.9 หมื่นลบ. ในปี 2020 และเรคาดว่า จะแตะจุดสูงสุดที่ 2.31 แสนลบ. ในปี 2023F โครงการที่สำคัญได้แก่ 1) รถไฟรางคู่ 2.3 หมื่นลบ. 2) โรงไฟฟ้าพลังน้ำหลวงพระบาง 8.1 หมื่นลบ. 3) 2 หมื่นลบ. จากโครงการรถไฟฟ้าสายสีม่วงตอนใต้ มูลค่า 7.9 หมื่นลบ. 4) รถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก 9.6 หมื่นลบ. และ 5) งาน 1.7 หมื่นลบ. จากส่วนต่อขยายรถไฟฟ้าสายสีแดง 6.7 หมื่นลบ. CK ภายใต้การร่วมทุนของ CK-STEC เป็นผู้เสนอราคาต่ำสุดสำหรับโครงการในข้อ 1) และไม่ต้องเสนอราคาสำหรับโครงการในข้อ 2) ซึ่ง บมจ. ซีเค พาวเวอร์ (CKP) บริษัทในเครือเป็นเจ้าของ เรคาดว่า CKP จะได้ PPA สำหรับ 2) ใน 1H22F นอกจากนี้ CK ยังมีโอกาสเป็นผู้ชนะส่วนหนึ่งของโครงการรถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้ซึ่งมีสัญญาแยกกันมากถึง 6 สัญญา และโครงการสายสีส้มตะวันตก เพราะมีประสบการณ์ที่แข็งแกร่งในการสร้างโครงการรถไฟฟ้าใต้ดิน เราสมมติให้ทั้งสองโครงการเปิดประมูลใน 2H22F

กำไรเติบโตแข็งแกร่งที่สุดในกลุ่มฯ

เรคาดว่ากำไรของ CK จะเติบโตเฉลี่ยที่ 56% ในปี 2022-25F โดยไม่เพียงแต่ได้แรงหนุนจากการฟื้นตัวของกำไรของธุรกิจก่อสร้างเท่านั้น แต่ยังรวมถึงส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมที่เพิ่มขึ้นจากการฟื้นตัวของกำไรของ บริษัทในเครืออีกด้วย แม้ว่ากำไรจาก บมจ. ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ (ถือหุ้น 31%) (BEM) จะอ่อนแอ แต่เรคาดว่าส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมของ CK จะเพิ่มขึ้น 2% ในปีนี้ โดยได้แรงหนุนจากการเติบโตของกำไรของ CKP (ถือหุ้น 31%) และเติบโตอีก 54% ในปี 2022F และ 24% ในปี 2023F โดยได้แรงหนุนจากการฟื้นตัวของกำไรของ BEM

ปรับตัวลงมากไปแล้ว

ราคาหุ้นของ CK ซื้อขายในระดับที่มีผลจากราคาตามมูลค่าตลาดของ บริษัทร่วมตั้งแต่ปี 2017 เมื่อธุรกิจก่อสร้างอ่อนแอ และมีผลขาดทุนจากมูลค่างานในมือที่ลดลง ส่วนลดเพิ่มขึ้นจาก 10-26% ในปี 2017-18 เป็น 54% ในปี 2020 ที่ส่วนลด 48% ในปัจจุบัน และคาดว่าจะขาดทุนน้อยลงจากธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง เนื่องจากงานในมือใหม่ที่เพิ่มขึ้น และการฟื้นตัวของกำไรของบริษัทร่วม เราจึงมองว่า CK ไม่แพง และเรคาดว่าส่วนลดจะแคบลง ราคาเป้าหมายของเราอยู่ที่ 23.5 บาท (จาก 26 บาท)

ผลกระทบจากโควิดไม่ใช่เรื่องใหม่อีกต่อไป

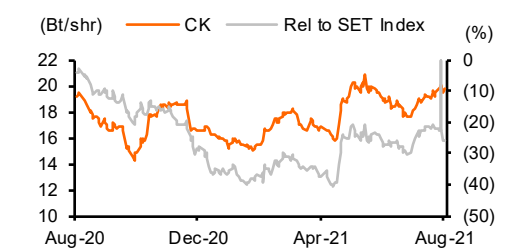
เราปรับลดประมาณการกำไรจาก CK เป็นขาดทุน 335 ลบ. (จากกำไร 518 ลบ.) ในปี 2021F, ปรับลด 48% ในปี 2022F และ 25% ในปี 2023F เพื่อสะท้อนผลกระทบของโควิดที่อธิบายในส่วนบทวิเคราะห์ของกลุ่มรับเหมาก่อสร้าง แต่อย่างไรก็ตาม เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" CK และเป็น Top Pick ของเรา 1) กำไรที่สะดุดในปีนี้เป็นไม่ใช่ข่าวใหม่ และกำไรน่าจะแตะจุดต่ำสุดใน 4Q21F 2) เรคาดว่า CK จะได้มูลค่างานใหม่สูงสุดในอีกสองปีข้างหน้า และ 3) ด้วยการฟื้นตัวของกำไรของบริษัทร่วม เรคาดว่า CK จะมีกำไรที่เติบโตแข็งแกร่งที่สุดใน 4 ปีข้างหน้า

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	16,941	11,932	16,831	21,927
Net profit	612	191	564	1,054
Consensus NP	—	610	1,424	1,946
Diff frm cons (%)	—	(68.7)	(60.4)	(45.9)
Norm profit	337	(335)	564	1,054
Prev. Norm profit	—	518	1,088	1,408
Chg frm prev (%)	—	na	(48.2)	(25.2)
Norm EPS (Bt)	0.20	(0.20)	0.33	0.62
Norm EPS grw (%)	(65.0)	na	na	87.0
Norm PE (x)	99.5	na	59.5	31.8
EV/EBITDA (x)	227.7	na	315.3	121.3
P/BV (x)	1.3	1.3	1.3	1.2
Div yield (%)	1.0	0.2	0.7	1.3
ROE (%)	1.3	na	2.2	4.0
Net D/E (%)	131.8	117.7	112.3	104.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 30-Aug-21 (Bt)	19.80
Market Cap (US\$ m)	1,033.3
Listed Shares (m shares)	1,693.9
Free Float (%)	65.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	7.2
12M Price H/L (Bt)	20.90/14.30
Sector	Construction
Major Shareholder	Trivisvavet group 38.5%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



Ex 1: Key Assumption Changes

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
New work value (Bt bn)					
New	11.8	7.3	28.0	197.0	30.0
Old			29.0	200.0	10.0
Change (%)			(3.4)	(1.5)	(200.0)
Normalized profit (Bt m)					
New	963	337	(335)	564	1,054
Old			518	1,088	1,408
Change (%)			na	(48.2)	(25.2)
Gross margin (%)					
New	9.3	9.4	8.2	8.9	8.9
Old			7.7	8.5	8.5
Change (pp)			0.5	0.4	0.4

Source: Thanachart estimates

Ex 2: CK's Potential New Work Value

Project	Project Value (Bn)	Construction Value (Bn)	Chance (%)	New work in 2021F (Bn)	New work in 2022F (Bn)	New work in 2023F (Bn)
Backlog value as of end 2020				26		
Newly signed contracts						
Water Transmission Tunnel				5		
Others				1		
To be signed contracts						
Double-track Denchai - Chiang Khong's Contract 2,3	46	46	50	23	-	-
Luang Prabang Hydropower Plant	150	81	100	-	81	-
Potential projects						
South Purple Line	125	79	25	-	20	-
West Orange Line	129	96	100	-	96	-
Red Line Extension	103	67	25	-	-	17
Double-track Chira – Ubon	36	36	5	-	-	2
Double-track Khon Kaen - Nong Khai	25	25	5	-	-	1
Others	-	-	-	-	-	10
Total new work value		430		28	197	30
Backlog at year end				45	226	231

Sources: Company data, Thanachart estimates

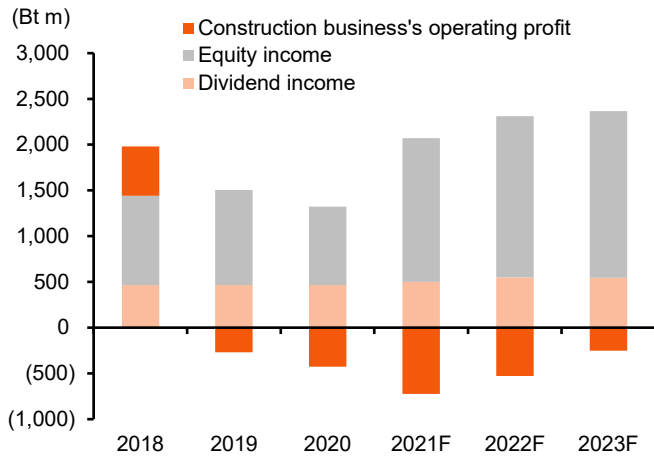
Ex 3: Our SOTP-Based Investment Equity Valuation Of CK

	% 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%	10.00	47,873	33,511	8.65	41,410
CKP	30.0%	7.50	18,291	12,804	5.65	13,779
Total			77,001	53,900		64,478
Per CK share (Bt)			45.5	31.8		38.1
Construction business's value (Bt)				(8.3)		
Our TP (Bt)				23.5		

Sources: Company data, Thanachart estimates

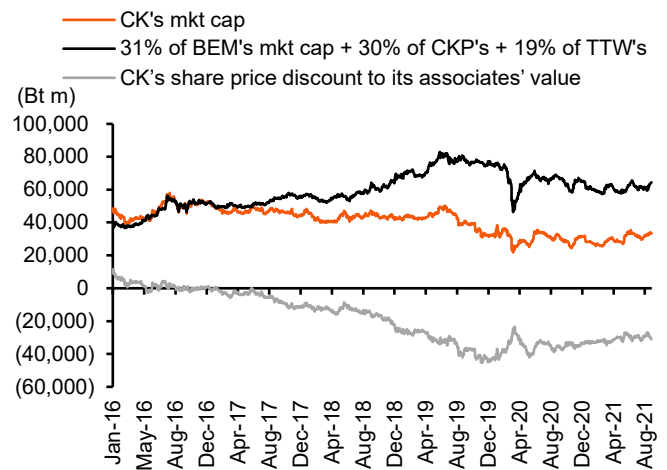
Note: *We assume a holding company discount of 30% to our fair value of CK's associates.

Ex 4: CK's Earnings Breakdown



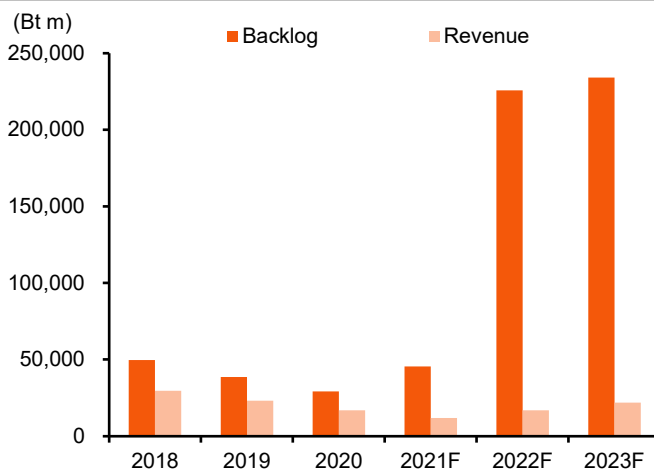
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: CK's Market Cap Vs. Its Associates' Market Cap



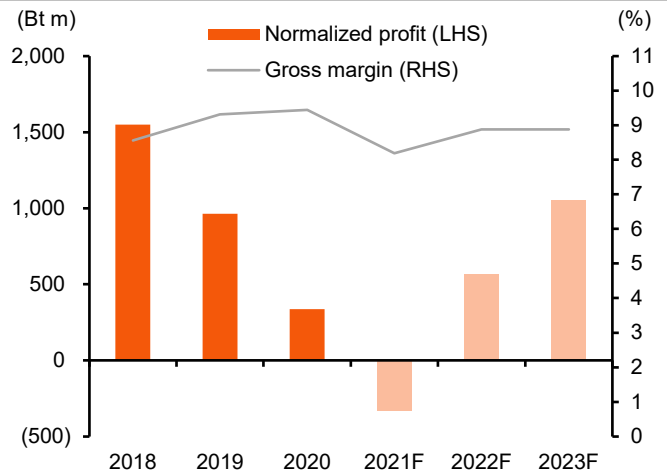
Source: Bloomberg

Ex 6: CK's Backlog Value Vs. Revenue



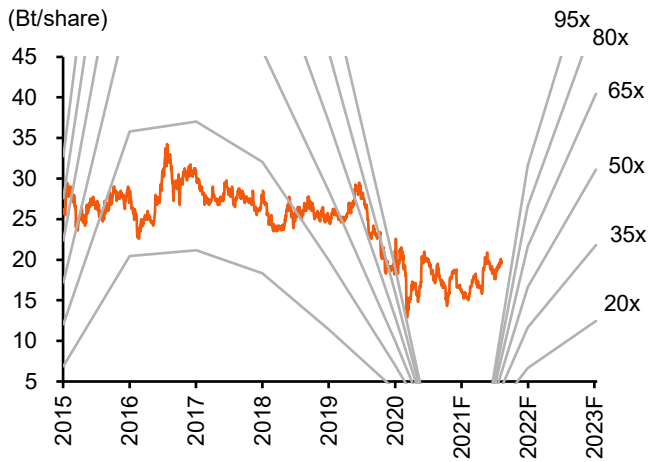
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: CK's Gross Margin Vs. Earnings



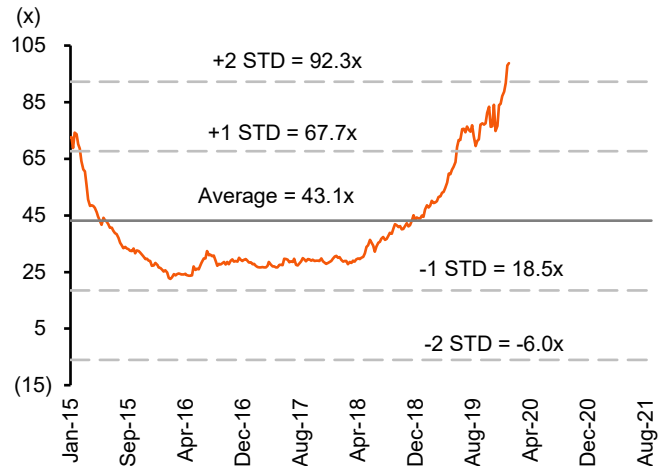
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: CK's PE Band



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 9: CK's PE Standard Deviation



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 10: EV Of Construction Business

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	201	513	1,056	1,586	2,411	2,759	2,554	1,907	1,603	1,324	883	—
Free cash flow	84	285	724	993	1,532	2,160	2,715	2,528	1,996	1,855	1,118	18,458
PV of free cash flow	84	248	587	737	1,057	1,382	1,613	1,394	1,022	845	471	7,769
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	7.3											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	17,208											
Net debt (2021F)	30,765											
Minority interest	434											
Equity value	(13,992)											
# of shares (m)	1,694											
Equity value/share (Bt)	(8.3)											

Sum of the parts	% holding	(Bt m)
Enterprise value from construction business		17,208
Investment equity value		53,900
TTW	19.4%	7,586
BEM	31.3%	33,511
CKP	30.0%	12,804
Total enterprise value		71,108
(Less) Net debt		(30,765)
(Less) Minority interest		(434)
Total enterprise value		39,909
# of shares (fully diluted) (m shares)		1,694
Sum of the parts (Bt/share)		23.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

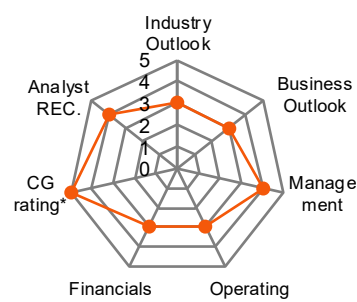
S — Strength

- เป็นหนึ่งในผู้รับเหมารายใหญ่ของไทย ซึ่งมีคุณสมบัติที่จะสามารถประมูลโครงการก่อสร้างขนาดใหญ่ได้
- การกระจายการลงทุนไปยังโครงสร้างสาธารณูปโภคพื้นฐานทำให้กำไรมีเสถียรภาพในระยะยาว

O — Opportunity

- ประเทศไทยอยู่ในรอบการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน
- มีโอกาสได้โครงการต่างประเทศสูง โดยเฉพาะงานน้ำในประเทศลาว

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

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

T — Threat

- ผลกระทบจากโควิด-19 และการใช้เวลาในการดำเนินงานของภาครัฐ ทำให้การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานล่าช้าออกไป
- ราคาวัดุดก่อสร้างที่ผันผวนเป็นอีกหนึ่งความเสี่ยง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	23.56	23.50	0%
Net profit 21F (Bt m)	610	191	-69%
Net profit 22F (Bt m)	1,424	564	-60%
Consensus REC	BUY: 16	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- คาดการณ์กำไรของเราปี 2022F ต่ำกว่าตลาด 60% เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อสมมติฐานรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นของเราจากการประมูลโครงการเมกะโปรเจกต์ที่ล่าช้าและการขาดแคลนแรงงาน
- แต่อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อแนวโน้มธุรกิจของบริษัทที่รวมมากขึ้น

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากโครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาลไม่สามารถดำเนินการได้ จะทำให้เราต้องปรับลดสมมติฐานงานใหม่ของเราลง
- ต้นทุนวัสดุก่อสร้างมีสัดส่วนราว 50-60% ของต้นทุนรวมของ CK ดังนั้นความผันผวนของราคา จึงเป็นความเสี่ยงอีกประการต่อประมาณการกำไรของเรา
- เศรษฐกิจที่อ่อนแออาจส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อความเชื่อมั่นของประชาชน และการลงทุนใหม่

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	23,189	16,941	11,932	16,831	21,927
Cost of sales	21,028	15,341	10,955	15,336	19,979
Gross profit	2,161	1,601	977	1,495	1,948
% gross margin	9.3%	9.4%	8.2%	8.9%	8.9%
Selling & administration expenses	2,430	2,027	2,028	2,020	2,193
Operating profit	(268)	(427)	(1,052)	(524)	(244)
% operating margin	-1.2%	-2.5%	-8.8%	-3.1%	-1.1%
Depreciation & amortization	526	726	694	726	758
EBITDA	258	299	(358)	201	513
% EBITDA margin	1.1%	1.8%	-3.0%	1.2%	2.3%
Non-operating income	1,560	1,226	1,190	1,113	1,010
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,226)	(1,276)	(1,338)	(1,356)	(1,362)
Pre-tax profit	65	(477)	(1,200)	(768)	(596)
Income tax	126	28	0	0	0
After-tax profit	(61)	(505)	(1,200)	(768)	(596)
% net margin	-0.3%	-3.0%	-10.1%	-4.6%	-2.7%
Shares in affiliates' Earnings	1,039	857	875	1,346	1,669
Minority interests	(15)	(15)	(10)	(15)	(19)
Extraordinary items	815	275	526	0	0
NET PROFIT	1,778	612	191	564	1,054
Normalized profit	963	337	(335)	564	1,054
EPS (Bt)	1.0	0.4	0.1	0.3	0.6
Normalized EPS (Bt)	0.6	0.2	(0.2)	0.3	0.6

We forecast CK's earnings to turn around next year...

...driven by higher earnings contributions from its associates

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

...driven by higher backlog value from mega-project bids in 2021-23F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	18,953	19,834	18,866	22,435	25,908
Cash & cash equivalent	9,160	7,767	10,000	10,000	10,000
Account receivables	3,643	3,659	2,779	3,920	5,106
Inventories	3,751	5,757	4,202	5,882	7,389
Others	2,400	2,650	1,885	2,633	3,412
Investments & loans	51,255	50,366	47,866	45,366	42,866
Net fixed assets	11,164	11,194	11,300	11,375	11,417
Other assets	1,213	1,381	1,013	1,382	1,766
Total assets	82,586	82,774	79,045	80,559	81,957
LIABILITIES:					
Current liabilities:	17,909	14,758	13,577	14,454	15,176
Account payables	13,950	10,631	9,605	10,504	11,221
Bank overdraft & ST loans	1,874	147	0	0	0
Current LT debt	1,525	3,670	3,669	3,593	3,483
Others current liabilities	559	309	303	356	471
Total LT debt	33,605	38,586	37,096	36,330	35,222
Others LT liabilities	3,259	3,160	2,239	3,140	4,077
Total liabilities	54,773	56,503	52,912	53,924	54,475
Minority interest	420	424	434	449	468
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	14,563	15,050	15,879
Shareholders' equity	27,393	25,847	25,699	26,186	27,014
Liabilities & equity	82,586	82,774	79,045	80,559	81,957

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	65	(477)	(1,200)	(768)	(596)
Tax paid	(121)	(51)	3	0	5
Depreciation & amortization	526	726	694	726	758
Chg In working capital	2,165	(5,342)	1,409	(1,922)	(1,977)
Chg In other CA & CL / minorities	3,212	461	1,630	651	1,000
Cash flow from operations	5,847	(4,683)	2,537	(1,313)	(810)
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	(22)	537	558
Cash flow from investments	(6,124)	49	1,673	2,232	2,253
Debt financing	308	5,399	(1,638)	(842)	(1,218)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(847)	(339)	(339)	(76)	(225)
Warrants & other surplus	1,041	(1,819)	0	0	0
Cash flow from financing	502	3,241	(1,977)	(919)	(1,443)
Free cash flow	3,945	(5,439)	1,737	(2,113)	(1,610)

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	34.8	99.5	na	59.5	31.8
Normalized PE - at target price (x)	41.3	118.1	na	70.6	37.8
PE (x)	18.9	54.8	175.8	59.5	31.8
PE - at target price (x)	22.4	65.0	208.7	70.6	37.8
EV/EBITDA (x)	238.1	227.7	na	315.3	121.3
EV/EBITDA - at target price (x)	262.4	248.6	na	346.5	133.5
P/BV (x)	1.2	1.3	1.3	1.3	1.2
P/BV - at target price (x)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
P/CFO (x)	5.7	(7.2)	13.2	(25.5)	(41.4)
Price/sales (x)	1.4	2.0	2.8	2.0	1.5
Dividend yield (%)	2.0	1.0	0.2	0.7	1.3
FCF Yield (%)	11.8	(16.2)	5.2	(6.3)	(4.8)
(Bt)					
Normalized EPS	0.6	0.2	(0.2)	0.3	0.6
EPS	1.0	0.4	0.1	0.3	0.6
DPS	0.4	0.2	0.0	0.1	0.2
BV/share	16.2	15.3	15.2	15.5	15.9
CFO/share	3.5	(2.8)	1.5	(0.8)	(0.5)
FCF/share	2.3	(3.2)	1.0	(1.2)	(1.0)

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)	(29.6)	41.1	30.3
Net profit (%)	(28.7)	(65.6)	(68.8)	195.5	87.0
EPS (%)	(28.7)	(65.6)	(68.8)	195.5	87.0
Normalized profit (%)	(37.9)	(65.0)	na	na	87.0
Normalized EPS (%)	(37.9)	(65.0)	na	na	87.0
Dividend payout ratio (%)	38.1	55.3	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	9.3	9.4	8.2	8.9	8.9
Operating margin (%)	(1.2)	(2.5)	(8.8)	(3.1)	(1.1)
EBITDA margin (%)	1.1	1.8	(3.0)	1.2	2.3
Net margin (%)	(0.3)	(3.0)	(10.1)	(4.6)	(2.7)
D/E (incl. minor) (x)	1.3	1.6	1.6	1.5	1.4
Net D/E (incl. minor) (x)	1.0	1.3	1.2	1.1	1.0
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	0.2	0.2	na	0.1	0.4
ROA - using norm profit (%)	1.2	0.4	na	0.7	1.3
ROE - using norm profit (%)	3.6	1.3	na	2.2	4.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	na	na	na
- asset turnover (x)	0.3	0.2	0.1	0.2	0.3
- operating margin (%)	5.6	na	na	na	na
- leverage (x)	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
- interest burden (%)	5.1	(59.6)	(866.8)	(130.5)	(77.9)
- tax burden (%)	na	na	na	na	na
WACC (%)	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3
ROIC (%)	0.5	(0.8)	(1.4)	(0.7)	(0.3)
NOPAT (Bt m)	250	(427)	(841)	(419)	(196)
invested capital (Bt m)	55,237	60,483	56,464	56,109	55,719

Sources: Company data, Thanachart estimates

We expect net D/E ratio to fall further to 1.1x in 2022F and 1x in 2023F from 2.7x in 2011

HOLD (Unchanged)

Company update

TP: Bt 4.30

Downside : 0.9%

(Unchanged)

31 AUGUST 2021

Small Cap Research

Pylon Public Co Ltd (PYLON TB)

เต็มมูลค่า

วิกฤตโควิดทำให้เราปรับกำไรของ PYLON ลง 5-33% ในปี 2022-23F แต่เพราะเราปรับลดอัตราคิดลด ราคาเป้าหมายของเราจึงยังคงอยู่ที่ 4.3 บาท แม้เรามองว่า PYLON เป็นหนึ่งในผู้ได้ประโยชน์จากการประมูลเมกะโปรเจกต์รอบใหม่ แต่ valuation เต็มมูลค่าแล้วที่ 2022F PE ที่ 27 เท่า, 18 เท่า ในปี 2023F เทียบกับค่าเฉลี่ยก่อนเกิดโควิดที่ 22 เท่า ในปี 2015-19



SAKSID PHADTHANANARAK

662 – 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

คงคำแนะนำ “ถือ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มรับเหมาก่อสร้าง – “ยังมีปัจจัยหนุนการเติบโต” วันที่ 31 ส.ค.2021 เราปรับประมาณการกำไรของ PYLON ลง 45% ในปี 2021F, 33% ในปี 2022F และ 5% ในปี 2023F เพื่อสะท้อนผลกระทบจากโควิด-19 และโครงการที่ล่าช้าออกไป อย่างไรก็ตาม ปัจจัยลบเหล่านี้ได้ถูกชดเชยด้วยสมมติฐาน WACC ที่ลดลง 1pp เป็น 9-10% ในปี 2022-32F ดังนั้นราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2022F) ของเราจึงยังคงอยู่ที่ 4.3 บาท เรายังคงแนะนำ “ถือ” PYLON แม้ว่าเราเชื่อว่า PYLON ซึ่งเป็นผู้รับเหมาเสาเข็มที่ใหญ่เป็นอันดับสองของประเทศไทย น่าจะมีแนวโน้มที่จะได้ประโยชน์จากความต้องการงานเสาเข็มจากการประมูลเมกะโปรเจกต์รอบใหม่ แต่ valuation ของบริษัท นั้นเต็มมูลค่าแล้ว ด้วยข้อขายที่ PE ที่ 27 เท่า ในปี 2022F และ 18 เท่า ในปี 2023F เทียบกับ PE เฉลี่ยก่อนโควิด-19 ที่ 22 เท่า ในปี 2015-19

มีงานใหม่สูง แม้จะถูกกระทบจากโควิด-19

แม้จะมีการระบาดของโควิด-19 แต่มูลค่างานใหม่ของ PYLON ยังคงสูงถึง 911 ลบ. และมูลค่างานในมือเพิ่มขึ้นเป็น 1.2 พันลบ. แต่อย่างไรก็ตาม งานใหม่มูลค่า 400 ลบ. มาจากโครงการรถไฟฟ้าความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน ซึ่งเรายังคงกังวลเรื่องการส่งมอบที่ดินของรัฐบาล เราจึงตัดสินใจไม่รวมโครงการนี้ แต่อย่างไรก็ตาม PYLON อยู่ระหว่างการเจรจาเสาเข็มสำหรับโครงการอาคารสูงเชิงพาณิชย์มูลค่า 500 ลบ. และเรามองว่ามีโอกาสเป็นผู้ชนะงานเสาเข็มทางด่วนพระราม 3-ดาวคะนอง รถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้ และสายสีส้มตะวันออก เราประเมินมูลค่างานใหม่ของ PYLON ที่ 1 พันลบ. ในปี 2021F, 1.4 พันลบ. ในปี 2022F และ 1.6 พันลบ. ในปี 2023F เทียบกับมูลค่างานใหม่เฉลี่ยที่ 1.2 พันลบ. ในช่วงก่อนเกิดโควิด-19 ในปี 2015-19

การขาดแคลนแรงงานยังคงเป็นปัจจัยกังวล

ความผันผวนของราคาวัสดุก่อสร้างไม่ใช่ปัจจัยกังวลของผู้บริหาร เนื่องจากงานเสาเข็มใช้เวลาแล้วเสร็จเพียง 3-4 เดือน และบริษัทสามารถลือคราคาวัสดุได้เมื่อได้รับโครงการแล้ว อย่างไรก็ตาม ปัญหาการขาดแคลนแรงงานยังคงเป็นเรื่องที่น่ากังวล และอาจชะลอการเพิ่มอัตรารีดดำเนินการและการฟื้นตัวของอัตรากำไรขั้นต้นของ PYLON ผู้บริหารเชื่อว่าหลังโควิด-19 บรรเทาลงใน 4Q21F รัฐบาลน่าจะอนุญาตให้นำเข้าแรงงานต่างด้าวได้ เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะฟื้นตัวจาก 15.5% ในปี 2021F เป็น 17% ในปี 2022F และ 21% ในปี 2023F เทียบกับ 23-26% ในช่วงก่อนเกิดโควิด-19 ในปี 2015-19

เราชอบ SEAFCO มากกว่า PYLON

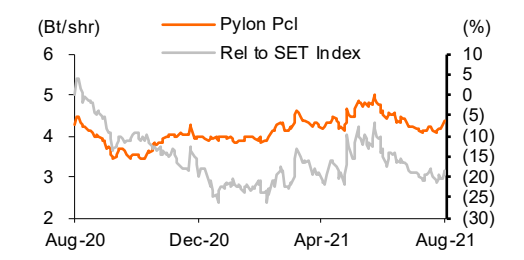
แต่อย่างไรก็ตาม เราชอบ SEAFCO (โปรดดูบทวิเคราะห์ SEAFCO “แนวโน้มฟื้นตัว” วันที่ 31 ส.ค.2021) มากกว่า PYLON เพราะ 1) มีมูลค่าถูกกว่า (14-25 เท่า PE ใน 2022-23F) 2) มีกำลังการผลิตที่ใหญ่ที่สุด จึงอาจได้ประโยชน์จากการประหยัดจากขนาดเมื่ออัตรารีดดำเนินการเพิ่มขึ้น และ 3) มีโอกาสได้งานเสาเข็มที่มีมูลค่าและอัตรากำไรสูงจากเมกะโปรเจกต์ใหม่มากขึ้น เนื่องจากมีความสัมพันธ์ที่แน่นแฟ้นกับผู้รับเหมางานโยธารายใหญ่ โดยเฉพาะ บมจ. ช. การช่าง (CK “ซื้อ”)

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	1,415	809	1,370	1,520
Net profit	183	35	120	184
Consensus NP	—	113	194	288
Diff frm cons (%)	—	(69.3)	(37.9)	(35.8)
Norm profit	181	35	120	184
Prev. Norm profit	—	64	180	194
Chg frm prev (%)	—	(45.4)	(33.1)	(5.0)
Norm EPS (Bt)	0.2	0.0	0.2	0.2
Norm EPS grw (%)	(31.4)	(80.7)	245.3	53.3
Norm PE (x)	18.0	93.4	27.1	17.6
EV/EBITDA (x)	9.7	22.3	12.2	8.6
P/BV (x)	3.1	3.3	3.0	2.8
Div yield (%)	3.2	0.5	2.8	4.3
ROE (%)	17.1	3.4	11.7	16.4
Net D/E (%)	(27.8)	(22.8)	(28.6)	(37.9)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 30-Aug-21 (Bt)	4.34
Market Cap (US\$ m)	100.3
Listed Shares (m shares)	749.9
Free Float (%)	40.6
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.2
12M Price H/L (Bt)	5.00/3.42
Sector	Construction
Major Shareholder	Sangarayakul Family 51.5%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

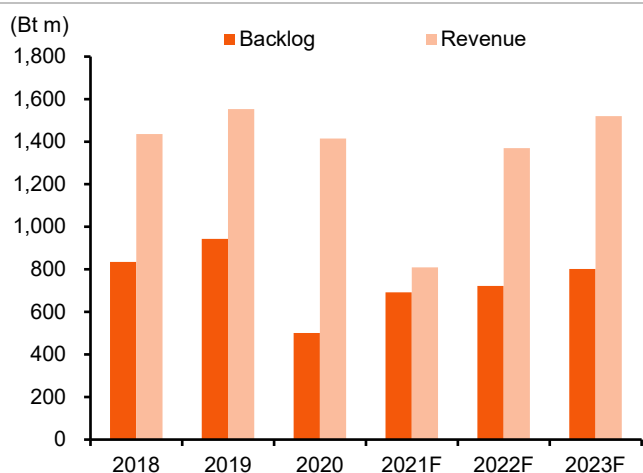


Ex 1: Key Assumption Changes

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
New work value (Bt m)					
New	1,663	972	1,000	1,400	1,600
Old			1,300	1,346	1,393
Change (%)			(23.1)	4.0	14.9
Normalized profit (Bt m)					
New	278	183	35	120	184
Old			64	180	194
Change (%)			(45.4)	(33.1)	(5.0)
Gross margin (%)					
New	26.3	21.5	15.5	17.0	21.0
Old			16.0	22.0	22.5
Change (pp)			(0.5)	(5.0)	(1.5)

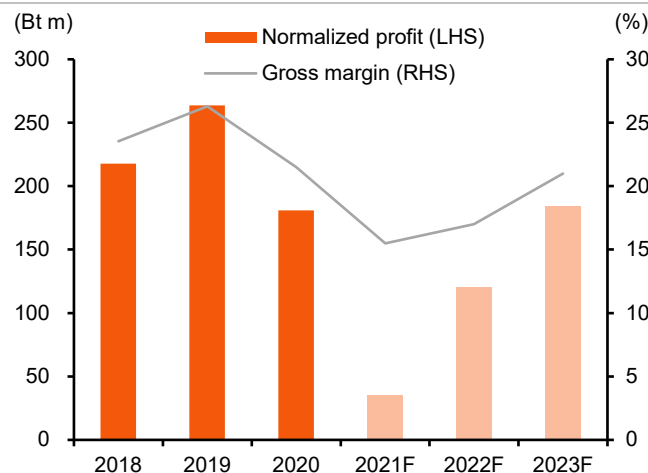
Source: Thanachart estimates

Ex 2: PYLON's Backlog Value Vs. Revenue



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: PYLON's Gross Margin Vs. Earnings



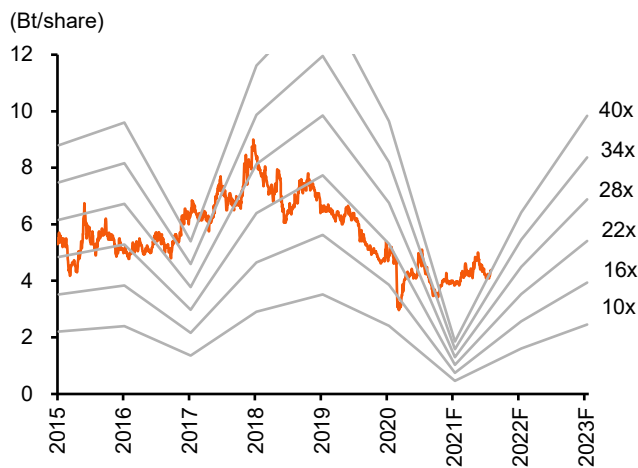
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Estimated Piling Work Value For The Mega Projects In 2022-23

Project	Construction value (Bt bn)	Estimated piling value (Bt bn)	Estimated year for piling work
Double-track Denchai - Chiang Khong	72	0.7	1H22F
Double-track Ban Pai-Nakhon Phanom	55	0.6	1H22F
Rama 3 – Dao Kanong - Outer Ring Road	14	0.4	1H22F
South Purple Line	79	4.0	1H23F
West Orange Line	96	4.8	1H23F
Total	316	10.5	

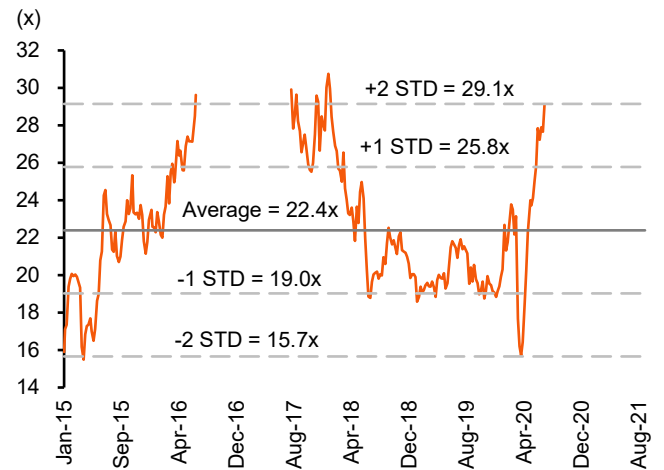
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: PYLON's PE Band



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 6: PYLON'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	239	323	385	399	406	414	421	428	435	442	449	—
Free cash flow	88	216	213	255	271	278	285	293	300	307	314	4,018
PV of free cash flow	87	182	165	181	172	162	151	142	133	124	110	1,413
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	9.0											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	3,021											
Net debt (2021F)	(222)											
Minority interest	—											
Equity value	3,243											
# of shares (m)*	750											
Target price/share (Bt)	4.30											

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ไพลอน จำกัด (มหาชน) จัดตั้งขึ้นในปี 2002 บริษัทฯ ให้บริการงานก่อสร้างที่เกี่ยวข้องกับฐานราก โดยแบ่งออกเป็น 3 สายงานหลัก คือ งานเสาเข็มเจาะ งานกำแพงกันดินชนิดไดอะแฟรม และงานปรับปรุงคุณภาพดินโดยวิธีการฉีดซีเมนต์ด้วยแรงดันสูง ณ สิ้นปี 2015 PYLON มีเครื่องจักรตอกเสาเข็ม 20 ชุด และเครื่องปูผนังไดอะแฟรม 2 ชุด

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีประสบการณ์ 14 ปีมีความรู้ และนวัตกรรม ซึ่งช่วยให้บริษัทฯ มีคุณสมบัติในการดำเนินงานได้เกือบทุกงานฐานราก
- มีความสามารถในการแข่งขันด้านต้นทุน เนื่องจากการประหยัดจากขนาด และการบริหารต้นทุนที่แข็งแกร่ง
- มีฐานะการเงินที่แข็งแกร่งด้วยอยู่ในสถานะเป็นเงินสดสุทธิ

O — Opportunity

- ประเทศไทยกำลังเข้าสู่ช่วงการก่อสร้าง
- แนวโน้มการสร้างตึกสูงมากขึ้นในกทม. จากต้นทุนที่ดินที่สูง
- แผ่นดินที่หนาและอ่อนในกทม. ทำให้งานเสาเข็มจะเป็นที่ต้องการ

CONSENSUS COMPARISON

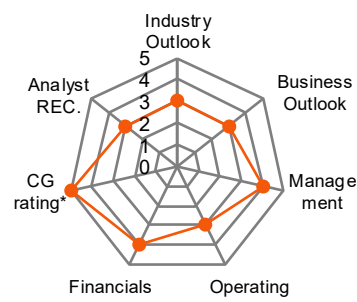
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	4.49	4.30	-4%
Net profit 21F (Bt m)	113	35	-69%
Net profit 22F (Bt m)	194	120	-38%
Consensus REC	BUY: 2	HOLD: 3	SELL: 3

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- คาดการณ์กำไรของเราปี 2022F ต่ำกว่าตลาด 38% เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อรายได้และอัตรากำไรขั้นต้น เนื่องจากการขาดแคลนแรงงาน
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าตลาด ตามประมาณการกำไรของเราที่ต่ำกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

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
- กำลังการผลิตที่จำกัดสกัดกั้นประโยชน์จากรอบการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่

T — Threat

- ความไม่มีเสถียรภาพทางการเมืองทำให้การลงทุนใหม่และโครงการก่อสร้างของภาคเอกชนของไทยล่าช้าออกไป
- ความผันผวนของราคาเหล็กและซีเมนต์ในช่วงสั้น

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความล่าช้าของโครงการก่อสร้างพื้นฐานของภาครัฐและโครงการก่อสร้างของภาคเอกชนจะส่งผลกระทบต่อสมมติฐานงานใหม่ของเรา
- ความล่าช้าทำให้อัตรากำไรขั้นต้นของ PYLON ได้รับผลกระทบเนื่องจากมี operating leverage ในระดับสูง
- ความผันผวนของราคาวัสดุก่อสร้างในช่วงสั้นทำให้คาดการณ์กำไรของเราได้รับผลกระทบ

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	1,554	1,415	809	1,370	1,520
Cost of sales	1,145	1,111	683	1,137	1,201
Gross profit	409	304	125	233	319
% gross margin	26.3%	21.5%	15.5%	17.0%	21.0%
Selling & administration expenses	100	96	85	89	96
Operating profit	309	208	40	144	223
% operating margin	19.9%	14.7%	5.0%	10.5%	14.7%
Depreciation & amortization	86	98	96	98	102
EBITDA	395	306	136	242	326
% EBITDA margin	25.4%	21.7%	16.8%	17.6%	21.4%
Non-operating income	9	10	5	8	9
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(3)	(4)	(2)	(2)	(2)
Pre-tax profit	314	214	44	150	231
Income tax	51	33	9	30	46
After-tax profit	264	181	35	120	184
% net margin	17.0%	12.8%	4.3%	8.8%	12.1%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	14	2	0	0	0
NET PROFIT	278	183	35	120	184
Normalized profit	264	181	35	120	184
EPS (Bt)	0.4	0.2	0.0	0.2	0.2
Normalized EPS (Bt)	0.4	0.2	0.0	0.2	0.2

We still expect strong piling work demand from commercial building and infrastructure projects

...to boost PYLON's earnings in 2022-23F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	1,024	718	708	912	1,021
Cash & cash equivalent	326	343	270	360	495
Account receivables	638	329	399	488	458
Inventories	59	44	37	62	66
Others	1	2	1	2	2
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	645	505	432	376	356
Other assets	20	97	99	114	118
Total assets	1,689	1,321	1,239	1,403	1,496
LIABILITIES:					
Current liabilities:	535	190	174	212	205
Account payables	388	116	94	125	115
Bank overdraft & ST loans	67	19	18	19	18
Current LT debt	23	18	16	18	17
Others current liabilities	57	37	46	51	54
Total LT debt	32	15	14	15	14
Others LT liabilities	56	69	75	97	103
Total liabilities	622	274	262	323	323
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	375	375	375	375	375
Share premium	154	154	154	154	154
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)
Retained earnings	544	523	453	556	650
Shareholders' equity	1,067	1,047	976	1,079	1,173
Liabilities & equity	1,689	1,321	1,239	1,403	1,496

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	314	214	44	150	231
Tax paid	(38)	(45)	(6)	(31)	(44)
Depreciation & amortization	86	98	96	98	102
Chg In working capital	(21)	52	(86)	(83)	17
Chg In other CA & CL / minorities	(69)	(7)	7	4	1
Cash flow from operations	272	312	55	139	307
Capex	(202)	41	(20)	(40)	(80)
Right of use	0	(78)	(3)	(3)	(3)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	70	15	4	8	3
Cash flow from investments	(131)	(22)	(19)	(35)	(80)
Debt financing	56	(70)	(4)	3	(1)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(75)	(202)	(105)	(17)	(90)
Warrants & other surplus	(2)	(1)	0	0	0
Cash flow from financing	(21)	(273)	(109)	(14)	(91)
Free cash flow	70	353	35	99	227

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	12.3	18.0	93.4	27.1	17.6
Normalized PE - at target price (x)	12.2	17.8	92.6	26.8	17.5
PE (x)	11.7	17.8	93.4	27.1	17.6
PE - at target price (x)	11.6	17.7	92.6	26.8	17.5
EV/EBITDA (x)	7.7	9.7	22.3	12.2	8.6
EV/EBITDA - at target price (x)	7.7	9.6	22.1	12.1	8.5
P/BV (x)	3.0	3.1	3.3	3.0	2.8
P/BV - at target price (x)	3.0	3.1	3.3	3.0	2.7
P/CFO (x)	12.0	10.4	59.4	23.4	10.6
Price/sales (x)	2.1	2.3	4.0	2.4	2.1
Dividend yield (%)	6.2	3.2	0.5	2.8	4.3
FCF Yield (%)	2.1	10.8	1.1	3.0	7.0
(Bt)					
Normalized EPS	0.4	0.2	0.0	0.2	0.2
EPS	0.4	0.2	0.0	0.2	0.2
DPS	0.3	0.1	0.0	0.1	0.2
BV/share	1.4	1.4	1.3	1.4	1.6
CFO/share	0.4	0.4	0.1	0.2	0.4
FCF/share	0.1	0.5	0.0	0.1	0.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation now looks fair to us at 27x PE in 2022F, falling to 18x in 2023F versus 22x in pre-COVID 2015-19

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	8.2	(8.9)	(42.9)	69.4	10.9
Net profit (%)	27.5	(34.2)	(80.9)	245.3	53.3
EPS (%)	27.5	(34.2)	(80.9)	245.3	53.3
Normalized profit (%)	21.1	(31.4)	(80.7)	245.3	53.3
Normalized EPS (%)	21.1	(31.4)	(80.7)	245.3	53.3
Dividend payout ratio (%)	72.9	57.5	50.0	75.0	75.0
Operating performance					
Gross margin (%)	26.3	21.5	15.5	17.0	21.0
Operating margin (%)	19.9	14.7	5.0	10.5	14.7
EBITDA margin (%)	25.4	21.7	16.8	17.6	21.4
Net margin (%)	17.0	12.8	4.3	8.8	12.1
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.4)
Interest coverage - EBIT (x)	101.3	50.1	23.1	83.1	110.6
Interest coverage - EBITDA (x)	129.5	73.8	77.9	139.6	161.3
ROA - using norm profit (%)	18.0	12.0	2.7	9.1	12.7
ROE - using norm profit (%)	27.3	17.1	3.4	11.7	16.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	27.3	17.1	3.4	11.7	16.4
- asset turnover (x)	1.1	0.9	0.6	1.0	1.0
- operating margin (%)	20.4	15.4	5.6	11.1	15.3
- leverage (x)	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3
- interest burden (%)	99.0	98.1	96.1	98.9	99.1
- tax burden (%)	83.9	84.7	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
ROIC (%)	35.7	20.4	4.3	15.3	23.2
NOPAT (Bt m)	259	176	32	115	179
invested capital (Bt m)	863	756	754	770	728

*We forecast low gearing
but decent ROE*

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

TP: Bt 5.30

(From: Bt 5.60)

Change in Numbers

Upside : 10.9%

31 AUGUST 2021

SEAFCO Public Co Ltd (SEAFCO TB)

แนวโน้มฟื้นตัว

ผลกระทบจากโควิด-19 ทำให้เราปรับกำไรของ SEAFCO ลง 11-30% ในปี 2022-23F และปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 5.3 บาท แต่ยังคงแนะนำ "ซื้อ" เนื่องจากราคาหุ้นที่ลดลงได้สะท้อนข่าวร้ายไปแล้ว ขณะที่เราคาดว่าผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวในปีหน้า หนุนโดยการกลับมาก่อสร้าง และความต้องการงานเสาเข็มสำหรับอาคารเชิงพาณิชย์และเมกะโปรเจกต์



SAKSID PHADTHANANARAK

662 – 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

ปรับลดประมาณการกำไร แต่ยังคงแนะนำ "ซื้อ"

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มรับเหมาก่อสร้าง – “ยังมีปัจจัยหนุนการเติบโต” วันที่ 31 ส.ค.2021 เราปรับลดประมาณการกำไรของเราใน SEAFCO เป็นขาดทุน 27 ลบ. ในปีนี้ (จากกำไร 56 ลบ.) และ 30% ในปี 2022F และ 11% ในปี 2023F เพื่อสะท้อนผลกระทบของโควิด-19 และความล่าช้าของโครงการ ราคาเป้าหมายของเรา (ปีฐาน 2022F) ลดลงเหลือ 5.3 บาท/หุ้น จาก 5.6 บาท อย่างไรก็ตาม เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" SEAFCO เนื่องจาก 1) ผลการดำเนินงานที่สะดุดในปีนี้เป็นเรื่องใหม่ และเราคาดว่าผลการดำเนินงานจะแตะจุดต่ำสุดใน 3Q21F 2) ด้วยมูลค่างานในมือที่มีอยู่ 1.5 พันลบ. และกลับมาดำเนินงานก่อสร้าง เราคาดว่ากำไรของ SEAFCO จะฟื้นตัวในปีหน้า และ 3) แม้จะต้องเผชิญกับความล่าช้า แต่เรายังคงคาดว่าสายสีม่วงใต้ และสายสีส้มตะวันตกจะเปิดประมูลในปลายปีหน้า และ SEAFCO ซึ่งเป็นผู้รับเหมาเสาเข็มรายใหญ่ที่สุดในประเทศไทยจะเป็นหนึ่งในไม่กี่รายที่ได้ประโยชน์โดยตรง

อาจมีงานใหม่มูลค่าสูง

เนื่องจากการระบาดของโควิด-19 มูลค่างานใหม่ของ SEAFCO จนถึงปีนี้จะอยู่ที่เพียง 382 ลบ. และมูลค่างานในมือยังคงอยู่ที่ 1.5 พันลบ. แต่อย่างไรก็ตาม ผู้บริหารคาดว่าความต้องการงานเสาเข็มจากโครงการอาคารสูงเชิงพาณิชย์จะกลับมาฟื้นตัวในปีหน้า นอกจากนี้เรายังคาดว่าจะมีโครงการเมกะโปรเจกต์มูลค่า 3.16 แสนลบ. (ดู Exhibit 4) ซึ่งเป็นมูลค่างานเสาเข็มที่ 1.1 หมื่นลบ. ในปี 2022-23F ซึ่งจะผลักดันการเติบโตของกำไรของ SEAFCO ให้เติบโต 79% y-y ในปี 2023F เราสมมติให้มูลค่างานใหม่ของ SEAFCO อยู่ที่ 600 ลบ. ในปี 2021F, 2 พันลบ. ในปี 2022F และ 2.7 พันลบ. ในปี 2023F มูลค่างานใหม่ของ SEAFCO แตะจุดสูงสุดที่ 3.6 พันลบ. ในปี 2017 และมูลค่างานใหม่เฉลี่ยอยู่ที่ 2.5 พันลบ. ในช่วงก่อนเกิดโควิด-19 ในปี 2015-19

การขาดแคลนแรงงานยังคงเป็นปัจจัยกังวล

ผู้บริหารไม่กังวลต่อความผันผวนของราคาวัสดุก่อสร้าง เพราะงานเสาเข็มใช้เวลาแล้วเสร็จเพียง 3-4 เดือน และบริษัทฯ สามารถถือครองราคาวัตถุดิบได้เมื่อได้รับโครงการแล้ว แต่อย่างไรก็ตาม ปัญหาการขาดแคลนแรงงานยังคงเป็นเรื่องที่น่ากังวล และอาจจะลดการเพิ่มอัตรากำไรดำเนินงานของ SEAFCO ผู้บริหารคาดว่าปัญหาจะได้รับการแก้ไขหลังโควิด-19 บรรเทาลง และรัฐบาลอนุญาตให้นำแรงงานต่างด้าวเข้ามาได้ ดังนั้นเราจึงคาดว่าต้นทุนที่สูงขึ้นถึง 2H21F จะทำให้อัตรากำไรขั้นต้นจะฟื้นตัวจาก 7% ในปี 2021F เป็น 16% ในปี 2022F และ 18% ในปี 2023F เทียบกับ 17-23% ในช่วงก่อนเกิดโควิด-19 ในปี 2015-19

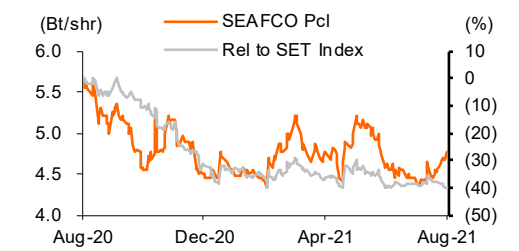
มูลค่าไม่แพง

ราคาหุ้นของ SEAFCO ที่ลดลง 9% จากจุดสูงสุดในปีนี้เป็นดูเหมือนจะสะท้อนข่าวร้ายไปแล้ว เรามองว่า SEAFCO มีมูลค่าไม่แพงที่ 25 เท่า PE ในปี 2022F ลดลงมาอยู่ที่ 14 เท่า ในปี 2023F เทียบกับ PE เฉลี่ยที่ 20 เท่า ในช่วงก่อนเกิดโควิดในปี 2015-19

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	2,560	1,621	1,977	2,559
Net profit	154	(27)	140	250
Consensus NP	—	96	219	294
Diff frm cons (%)	—	na	(36.2)	(15.0)
Norm profit	154	(27)	140	250
Prev. Norm profit	—	56	201	279
Chg frm prev (%)	—	na	(30.4)	(10.5)
Norm EPS (Bt)	0.2	(0.0)	0.2	0.3
Norm EPS grw (%)	(62.3)	na	na	78.6
Norm PE (x)	22.9	na	25.3	14.1
EV/EBITDA (x)	9.4	25.9	10.3	7.2
P/BV (x)	2.2	2.3	2.1	1.9
Div yield (%)	2.1	0.0	2.0	3.5
ROE (%)	9.6	na	8.9	14.4
Net D/E (%)	17.7	14.9	11.2	7.9

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 30-Aug-21 (Bt)	4.78
Market Cap (US\$ m)	108.9
Listed Shares (m shares)	739.7
Free Float (%)	73.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.5
12M Price H/L (Bt)	5.65/4.34
Sector	Construction
Major Shareholder	Thasnanipan Family 26.2%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

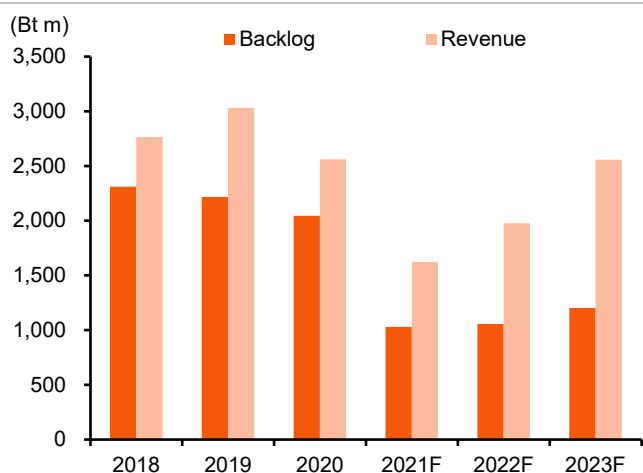


Ex 1: Key Assumption Changes

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
New work value (Bt m)					
New	2,936	2,384	600	2,000	2,700
Old			1,700	2,500	3,000
Change (%)			(64.7)	(20.0)	(10.0)
Normalized profit (Bt m)					
New	410	154	(27)	140	250
Old			56	201	279
Change (%)			na	(30.4)	(10.5)
Gross margin (%)					
New	21.3	13.5	7.0	16.0	18.0
Old			8.5	16.0	18.0
Change (pp)			(1.5)	—	—

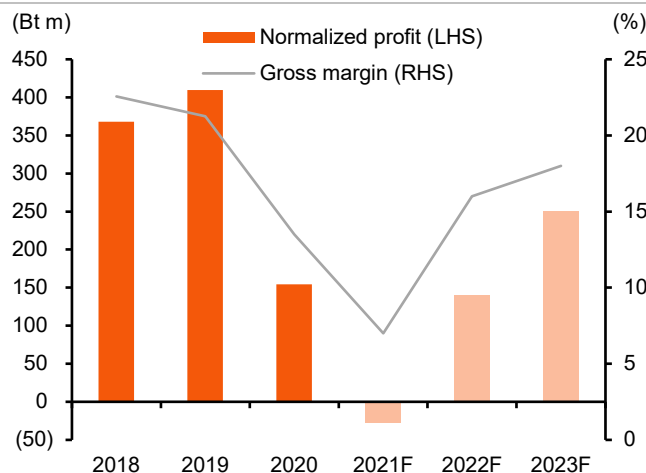
Source: Thanachart estimates

Ex 2: SEAFCO's Backlog Value Vs. Revenue



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: SEAFCO's Gross Margin Vs. Earnings



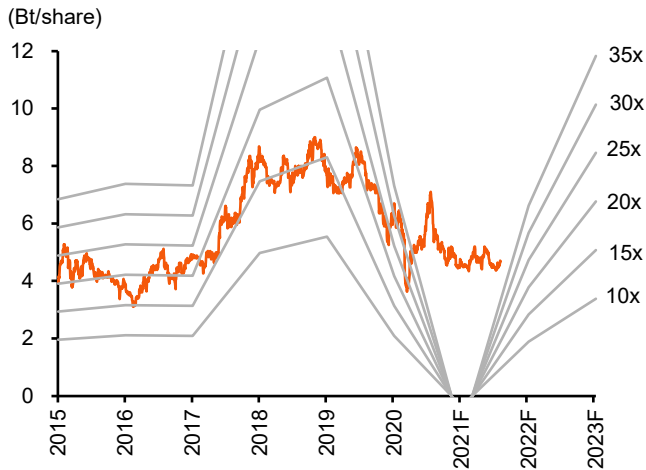
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Estimated Piling Work Value For The Mega Projects In 2022-23

Project	Construction value (Bt bn)	Estimated piling value (Bt bn)	Estimated year for piling work
Double-track Denchai - Chiang Khong	72	0.7	1H22F
Double-track Ban Pai-Nakhon Phanom	55	0.6	1H22F
Rama 3 – Dao Kanong - Outer Ring Road	14	0.4	1H22F
South Purple Line	79	4.0	1H23F
West Orange Line	96	4.8	1H23F
Total	316	10.5	

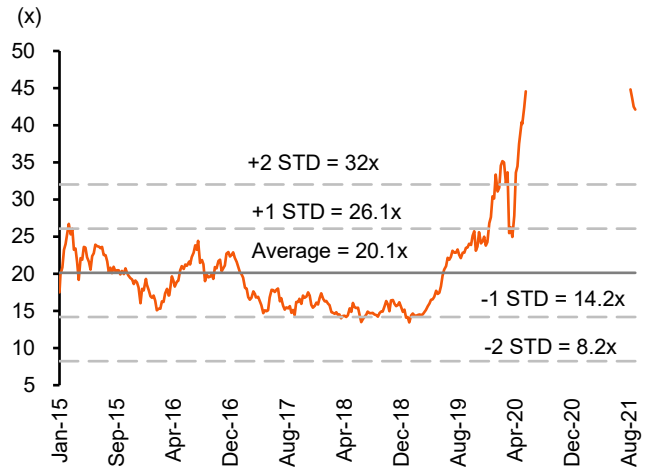
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: SEAFCO's PE Band



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 6: SEAFCO'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	361	508	549	560	571	582	593	604	615	626	637	—
Free cash flow	148	292	335	345	356	367	378	389	400	411	422	5,465
PV of free cash flow	147	246	259	241	227	214	202	190	178	160	150	1,939
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	8.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	4,154											
Net debt (2021F)	224											
Minority interest	3											
Equity value	3,927											
# of shares (m)*	740											
Target price/share (Bt)	5.30											

Source: Thanachart estimates

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

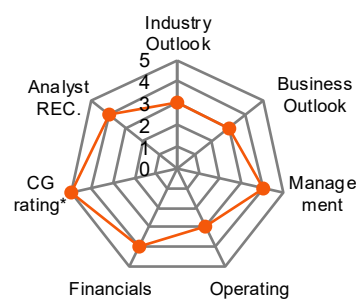
S — Strength

- ประสบการณ์ 40 ปี ความรู้และนวัตกรรมของบริษัททำให้บริษัทมีส่วนแบ่งการตลาดที่สูง
- ความสามารถในการดำเนินงานจากการประหยัดจากต้นทุน
- 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

- ความไม่มีเสถียรภาพทางการเมืองทำให้การลงทุนใหม่และโครงการก่อสร้างของภาคเอกชนของไทยล่าช้าออกไป
- ความผันผวนของราคาเหล็กและซีเมนต์ในช่วงสั้น

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	5.22	5.30	2%
Net profit 21F (Bt m)	96	(27)	na
Net profit 22F (Bt m)	219	140	-36%
Consensus REC	BUY: 3	HOLD: 3	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- คาดการณ์กำไรของเราปี 2022F ต่ำกว่าตลาด 36% เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อรายได้และอัตรากำไรขั้นต้น เนื่องจากการขาดแคลนแรงงาน และการประมูลโครงการเมกะโปรเจกต์ที่ล่าช้า
- แต่อย่างไรก็ตามราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด 2% เนื่องจากเราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวแข็งแกร่งในระยะยาว จากการประมูลโครงการก่อสร้างพื้นฐานรอบใหม่

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การล่าช้าของโครงการก่อสร้างพื้นฐานภาครัฐ และโครงการของภาคเอกชน ส่งผลต่อสมมติฐานมูลค่างานใหม่ของเรา
- การล่าช้าจะส่งผลต่ออัตรากำไรขั้นต้นของ SEAFCO เนื่องจากมี operating leverage ในระดับสูง
- ความผันผวนของราคาวัตถุดิบในช่วงสั้นทำให้คาดการณ์กำไรได้รับผลกระทบ

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	3,032	2,560	1,621	1,977	2,559
Cost of sales	2,387	2,214	1,508	1,660	2,098
Gross profit	645	345	113	316	461
% gross margin	21.3%	13.5%	7.0%	16.0%	18.0%
Selling & administration expenses	158	150	162	158	166
Operating profit	487	196	(49)	158	294
% operating margin	16.1%	7.6%	-3.0%	8.0%	11.5%
Depreciation & amortization	180	213	194	203	214
EBITDA	668	408	145	361	508
% EBITDA margin	22.0%	16.0%	8.9%	18.3%	19.9%
Non-operating income	30	25	30	30	30
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(23)	(24)	(19)	(18)	(19)
Pre-tax profit	494	197	(38)	170	306
Income tax	83	48	(8)	34	61
After-tax profit	411	149	(30)	136	245
% net margin	13.6%	5.8%	-1.9%	6.9%	9.6%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	(2)	5	3	4	5
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	410	154	(27)	140	250
Normalized profit	410	154	(27)	140	250
EPS (Bt)	0.6	0.2	(0.0)	0.2	0.3
Normalized EPS (Bt)	0.6	0.2	(0.0)	0.2	0.3

We expect the COVID hit to cause SEAFCO to make a loss in 2021F...

...before an earnings turnaround in 2022F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	1,134	975	815	965	1,218
Cash & cash equivalent	196	111	100	100	100
Account receivables	441	459	311	379	491
Inventories	98	82	54	59	75
Others	399	323	350	427	552
Investments & loans	26	60	60	60	60
Net fixed assets	1,613	1,286	1,192	1,139	1,076
Other assets	395	757	765	858	1,005
Total assets	3,168	3,078	2,832	3,023	3,358
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,080	1,003	833	884	1,030
Account payables	510	593	413	455	575
Bank overdraft & ST loans	295	41	34	30	25
Current LT debt	119	158	130	114	97
Others current liabilities	156	210	256	285	333
Total LT debt	229	197	161	141	121
Others LT liabilities	222	266	330	354	389
Total liabilities	1,531	1,466	1,324	1,379	1,540
Minority interest	14	7	3	(1)	(7)
Preferred 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	976	1,116	1,296
Shareholders' equity	1,623	1,605	1,505	1,645	1,825
Liabilities & equity	3,168	3,078	2,832	3,023	3,358

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	494	197	(38)	170	306
Tax paid	(86)	(55)	6	(33)	(59)
Depreciation & amortization	180	213	194	203	214
Chg In working capital	(239)	81	(4)	(32)	(7)
Chg In other CA & CL / minorities	(255)	139	20	(48)	(81)
Cash flow from operations	95	575	179	259	373
Capex	(336)	115	(100)	(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	(59)	(101)
Cash flow from investments	(232)	(241)	(43)	(219)	(261)
Debt financing	119	(246)	(72)	(40)	(42)
Capital increase	34	0	0	0	0
Dividends paid	(178)	(155)	(74)	0	(70)
Warrants & other surplus	(41)	(17)	0	0	0
Cash flow from financing	(66)	(418)	(146)	(40)	(112)
Free cash flow	(241)	689	79	109	223

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	8.6	22.9	na	25.3	14.1
Normalized PE - at target price (x)	9.6	25.4	na	28.0	15.7
PE (x)	8.6	22.9	na	25.3	14.1
PE - at target price (x)	9.6	25.4	na	28.0	15.7
EV/EBITDA (x)	6.0	9.4	25.9	10.3	7.2
EV/EBITDA - at target price (x)	6.5	10.3	28.6	11.4	8.0
P/BV (x)	2.2	2.2	2.3	2.1	1.9
P/BV - at target price (x)	2.4	2.4	2.6	2.4	2.1
P/CFO (x)	37.4	6.2	19.8	13.6	9.5
Price/sales (x)	1.2	1.4	2.2	1.8	1.4
Dividend yield (%)	5.4	2.1	0.0	2.0	3.5
FCF Yield (%)	(6.8)	19.5	2.2	3.1	6.3
(Bt)					
Normalized EPS	0.6	0.2	(0.0)	0.2	0.3
EPS	0.6	0.2	(0.0)	0.2	0.3
DPS	0.3	0.1	0.0	0.1	0.2
BV/share	2.2	2.2	2.0	2.2	2.5
CFO/share	0.1	0.8	0.2	0.4	0.5
FCF/share	(0.3)	0.9	0.1	0.1	0.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

After its 9% share price fall from its peak, PE is not too demanding...

...in our view at 25x in 2022F and 14x in 2023F versus 20x in pre-COVID 2015-19

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	9.6	(15.6)	(36.7)	21.9	29.4
Net profit (%)	11.2	(62.3)	na	na	78.6
EPS (%)	11.2	(62.3)	na	na	78.6
Normalized profit (%)	11.2	(62.3)	na	na	78.6
Normalized EPS (%)	11.2	(62.3)	na	na	78.6
Dividend payout ratio (%)	47.0	47.9	0.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	21.3	13.5	7.0	16.0	18.0
Operating margin (%)	16.1	7.6	(3.0)	8.0	11.5
EBITDA margin (%)	22.0	16.0	8.9	18.3	19.9
Net margin (%)	13.6	5.8	(1.9)	6.9	9.6
D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.2	0.2	0.2	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
Interest coverage - EBIT (x)	20.7	8.1	na	8.6	15.9
Interest coverage - EBITDA (x)	28.4	17.0	7.5	19.6	27.4
ROA - using norm profit (%)	13.3	4.9	na	4.8	7.8
ROE - using norm profit (%)	27.1	9.6	na	8.9	14.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	27.2	9.2	na	8.6	14.1
- asset turnover (x)	1.0	0.8	0.5	0.7	0.8
- operating margin (%)	17.1	8.6	na	9.5	12.7
- leverage (x)	2.0	1.9	1.9	1.9	1.8
- interest burden (%)	95.5	89.1	203.2	90.2	94.3
- tax burden (%)	83.2	75.5	na	80.0	80.0
WACC (%)	8.9	8.9	8.9	8.9	8.9
ROIC (%)	26.6	7.1	(2.1)	7.3	12.9
NOPAT (Bt m)	406	148	(39)	127	235
invested capital (Bt m)	2,070	1,892	1,729	1,829	1,968

Sources: Company data, Thanachart estimates

Solid balance sheet with a low net D/E ratio

BUY (Unchanged)

TP: Bt 17.50

(From: Bt 19.00)

Change in Numbers

Upside : 31.6%

31 AUGUST 2021

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

ปรับตัวลงมากแล้ว

STEC เผชิญกับข่าวร้ายต่อเนื่อง และราคาหุ้นร่วงลง 17% จากจุดสูงสุดในปี นี้ เนื่องจากกำไรที่สะดุดครั้งใหญ่ เราจึงปรับลดประมาณการกำไรลง 15-75% ในปี 2021-23F แต่อย่างไรก็ตาม ที่ PE ที่ 23 เท่า ในปี 2022F และ 19 เท่า ในปี 2023F เทียบกับ PE เฉลี่ยก่อนโควิด-19 ในปี 2015-19 ที่ 34 เท่า เราเชื่อว่า STEC ปรับลงมากแล้ว และมองว่าเป็นโอกาสในการเข้าซื้อ



SAKSID PHADTHANANARAK

662 - 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

คงคำแนะนำ "ซื้อ"

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มรับเหมาก่อสร้าง - "ยังมีปัจจัยหนุนการเติบโต" วันที่ 31 ส.ค.2021 เราปรับลดประมาณการกำไรสำหรับ STEC ลง 75%, 30% และ 15% ในปี 2021-23F และราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2022F) เป็น 17.5 บาท (จาก 19 บาท) เพื่อสะท้อนผลกระทบจากโควิด-19 และความล่าช้าของโครงการ แต่เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" เนื่องจาก 1) เราคาดว่ากำไร 3Q21F จะแตะจุดต่ำสุดแล้วหลังได้รับผลกระทบจากโควิด-19 2) ด้วยมูลค่างานในมือที่มีอยู่ 7.2 หมื่นลบ. (1.02 แสนลบ. ณ สิ้นปี 2022F หากชนะส่วนหนึ่งของสายสีม่วงใต้ และลงนามในสัญญาสนามบินอู่ตะเภา) เราคาดว่า EPS จะกลับมาเติบโตที่ 400%y-y ในปี 2022F และ 23%y-y ในปี 2023F และ 3) STEC ปรับตัวลงมากแล้ว ด้วยซื้อขายที่ 23 เท่า PE ในปี 2022F ลดลงเป็น 19 เท่า ในปี 2023F เทียบกับ 34 เท่า PE เฉลี่ยก่อนโควิด-19 ในปี 2015-19

ข่าวลบทั้งหลายไม่ใช่เรื่องใหม่

หลังจากผลการดำเนินงาน 2Q21 ลดลง 31% y-y และ 37% q-q เนื่องจากผลกระทบจากโควิด-19 ระลอก 3 รัฐบาลประกาศล็อกดาวน์สถานที่ก่อสร้างในเดือนก.ค. สถานที่ก่อสร้างได้รับอนุญาตให้เปิดอีกครั้งในเดือนส.ค. ด้วยมีมาตรการที่เข้มงวดสำหรับการเคลื่อนย้ายคนงาน การเข้าและออกจากสถานที่ก่อสร้าง การแยกคนงานที่ติดเชื้อ และอื่นๆ จากนั้นข่าวเชิงลบจากพันธมิตร - บมจ. บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ (BTS) ซึ่งแพ้อุทธรณ์ของศาลปกครองสูงสุดเกี่ยวกับเกณฑ์การเสนอราคาของสายสีส้มตะวันออก ซึ่งบ่งชี้ว่า บมจ. ช.การช่าง (CK) มีโอกาสสูงที่จะชนะโครงการนี้ นอกจากนี้การก่อสร้างสายสีชมพูและสีเหลืองยังล่าช้าออกไปอีกหนึ่งปีเนื่องจากรัฐบาลไม่สามารถส่งมอบที่ดินได้ตามกำหนด และล่าสุดยังมีกรยกเลิกการประมูลโครงการสายสีม่วงใต้อีกด้วย

มีงานในมือจำนวนมากหนุนการเติบโต

แต่อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรของ STEC จะกลับมาเติบโตแข็งแกร่งในปี 2022-23F หลังจากรัฐบาลค่อยๆ ผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์ มูลค่างานในมือที่มีอยู่ของบริษัทยังอยู่ในระดับสูงที่ 7.2 หมื่นลบ. แม้จะเผชิญความล่าช้า แต่เรายังคงคาดว่ารถไฟสายสีม่วงใต้จะกลับมาเปิดประมูลอีกครั้งใน 2H22 และ STEC จะชนะ 1 ใน 6 สัญญาก่อสร้าง นอกจากนี้เรายังคาดว่า STEC จะได้ลงนามในสัญญาโครงการสนามบินอู่ตะเภาในปลายปีหน้า ทำให้มูลค่างานในมือเพิ่มขึ้นเป็น 1.02 แสนลบ. ณ สิ้นปี 2022F นั่นคือ 4 เท่า ของฐานรายได้ในปีนี้ ประมาณการของเราได้สมมติแล้วว่าโครงการสายสีเหลืองและสีชมพูจะแล้วเสร็จล่าช้าออกไปยังปลายปี 2022F

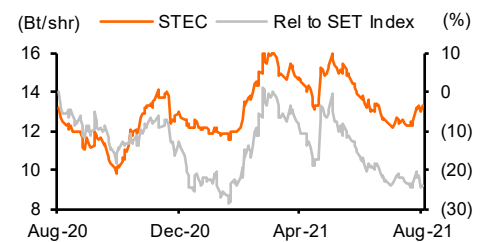
ราคาหุ้นสะท้อนข่าวร้ายไปแล้ว

เนื่องจากราคาหุ้นร่วงลง 17% จากจุดสูงสุดของปีนี้ STEC จึงซื้อขายที่ 23 เท่า PE ในปี 2022F และ 19 เท่า ในปี 2023F เทียบกับ PE เฉลี่ยก่อนโควิด-19 ที่ 34 เท่า ในปี 2015-19 เมื่อดูช่วงการซื้อขายที่ไม่รวมช่วงสูงสุดและต่ำสุดผิดปกติ STEC ซื้อขายเฉลี่ยที่ 24 เท่า ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	35,841	25,375	29,363	34,031
Net profit	1,093	177	883	1,090
Consensus NP	—	901	1,233	1,317
Diff frm cons (%)	—	(80.4)	(28.4)	(17.3)
Norm profit	867	177	883	1,090
Prev. Norm profit	—	710	1,254	1,288
Chg frm prev (%)	—	(75.1)	(29.6)	(15.4)
Norm EPS (Bt)	0.6	0.1	0.6	0.7
Norm EPS grw (%)	(39.5)	(79.6)	399.5	23.4
Norm PE (x)	23.4	114.8	23.0	18.6
EV/EBITDA (x)	7.6	15.5	7.3	5.8
P/BV (x)	1.4	1.4	1.4	1.3
Div yield (%)	2.3	0.3	1.3	1.6
ROE (%)	6.0	1.2	6.1	7.1
Net D/E (%)	(37.4)	(36.4)	(38.8)	(43.7)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 30-Aug-21 (Bt)	13.30
Market Cap (US\$ m)	624.9
Listed Shares (m shares)	1,525.1
Free Float (%)	65.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	6.3
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

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
New work value (Bt bn)					
New	15.3	25.3	33.0	47.0	30.0
Old			33.0	50.0	10.0
Change (%)			—	(6.0)	200.0
Normalized profit (Bt m)					
New	1,434	867	177	883	1,090
Old			710	1,254	1,288
Change (%)			(75.1)	(29.6)	(15.4)
Gross margin (%)					
New	5.6	4.4	3.0	5.5	5.6
Old			4.4	5.7	5.7
Change (pp)			(1.4)	(0.2)	(0.1)

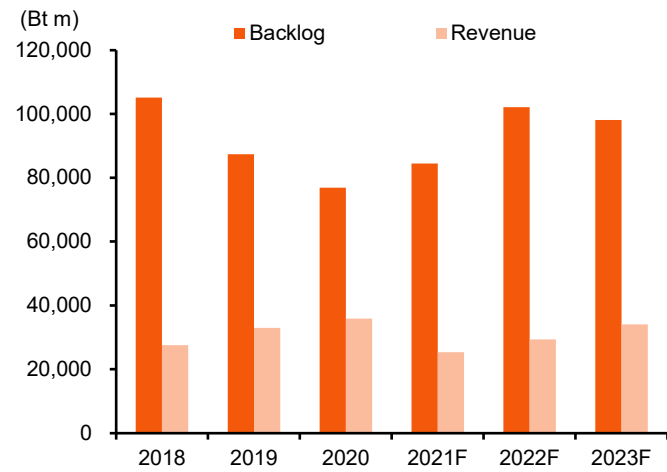
Source: Thanachart estimates

Ex 2: STEC's Potential New Work Value

Project	Project Value (Bn)	Construction Value (Bn)	Chance (%)	New work in 2021F (Bn)	New work in 2022F (Bn)	New work in 2023F (Bn)
Backlog value as of end 2020				77		
Newly signed contracts						
Government Center Zone C				6		
Ayudhaya Division Canal				4		
To be signed contracts						
Double-track Denchai - Chiang Khong's Contract 2,3	46	46	50	23	-	-
U-Tapao Airport's First Phase	31	27	100	-	27	-
Potential projects						
South Purple Line	125	79	25	-	20	-
West Orange Line	129	96	-	-	-	-
Red Line Extension	103	67	25	-	-	17
Double-track Chira – Ubon	36	36	5	-	-	2
Double-track Khon Kaen - Nong Khai	25	25	5	-	-	1
Others	-	-	-	-	-	10
Total new work value		376		33	47	30
Backlog at year end				85	102	98

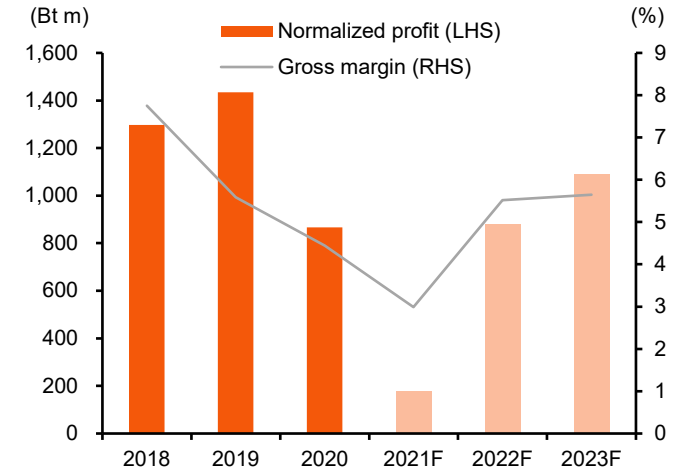
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: STEC's Backlog Value Vs. Revenue



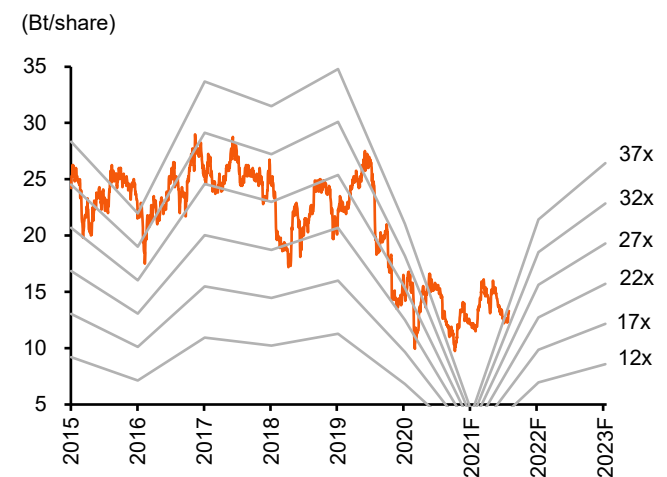
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: STEC's Gross Margin Vs. Earnings



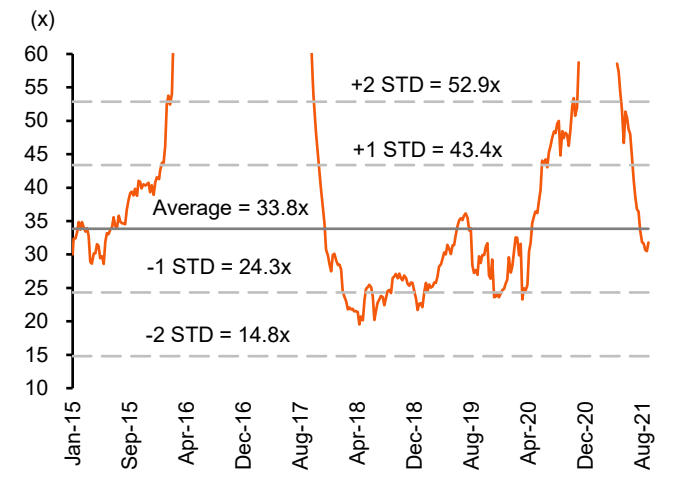
Sources: Company data, Thanachart estimates

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 DCF-derived SOTP-based TP Calculation, Using A 2022F Base Year

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	1,900	2,225	2,390	2,457	2,458	2,360	2,121	2,181	2,241	2,301	2,361	—
Free cash flow	130	709	1,060	1,447	1,475	1,440	1,430	1,213	1,273	1,334	1,395	17,116
PV of free cash flow	130	593	811	995	923	821	741	573	547	500	474	5,810
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	9.3											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	12,918											
Net debt (2021F)	(5,252)											
Minority interest	290											
Equity value	17,880											
# of shares (m)	1,525											
Equity value/share (Bt)	11.7											
Sum-of-the-parts calculation												
								% holding				(Bt m)
Enterprise value from construction business												12,918
Investment equity value												8,896
TSE								9.00%				572
BSR JV								15.00%				1,523
GULF								1.88%				6,802
Total enterprise value												21,814
(Less) Net debt (2020F)												(5,252)
(Less) Minority interest												290
Total enterprise value												26,776
# of shares (fully diluted) (m shares)												1,525
Sum of the parts (SOTP) (Bt/share)												17.5

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

- ประเทศไทยอยู่ในช่วงการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน
- ความกังวลในเรื่องมีไฟฟ้าใช้ไม่พอยังทำให้มีการเร่งลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้า

CONSENSUS COMPARISON

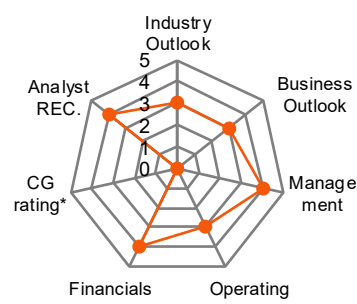
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	16.67	17.50	5%
Net profit 21F (Bt m)	901	177	-80%
Net profit 22F (Bt m)	1,233	883	-28%
Consensus REC	BUY: 12	HOLD: 4	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- คาดการณ์กำไรของเราปี 2022F ต่ำกว่าตลาด 28% เนื่องจากเราเชื่อว่าเป็นเพราะเราให้สมมติฐานรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นที่ระมัดระวังมากขึ้น เนื่องจากการขาดแคลนของแรงงานและการประมูลโครงการเมกะโปรเจกต์ที่ล่าช้า
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อกำไรในระยะยาวของบริษัทฯ

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

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 และการใช้เวลาในการดำเนินงานของภาครัฐ ทำให้การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานล่าช้าออกไป
- ราคาวัสดุก่อสร้างที่ผันผวน เป็นความเสี่ยงหลัก และคาดว่าจะราคาจะเพิ่มขึ้นในปีหน้า

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	25,375	29,363	34,031
Cost of sales	31,149	34,249	24,618	27,742	32,109
Gross profit	1,843	1,591	757	1,621	1,923
% gross margin	5.6%	4.4%	3.0%	5.5%	5.6%
Selling & administration expenses	530	686	761	734	783
Operating profit	1,313	906	(4)	887	1,140
% operating margin	4.0%	2.5%	0.0%	3.0%	3.3%
Depreciation & amortization	771	1,050	973	1,083	1,155
EBITDA	2,084	1,956	969	1,970	2,295
% EBITDA margin	6.3%	5.5%	3.8%	6.7%	6.7%
Non-operating income	277	166	182	183	190
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(51)	(53)	(37)	(44)	(43)
Pre-tax profit	1,539	1,018	141	1,026	1,287
Income tax	326	236	28	205	257
After-tax profit	1,213	782	113	821	1,029
% net margin	3.7%	2.2%	0.4%	2.8%	3.0%
Shares in affiliates' Earnings	231	95	75	75	75
Minority interests	(11)	(10)	(11)	(13)	(15)
Extraordinary items	50	226	0	0	0
NET PROFIT	1,484	1,093	177	883	1,090
Normalized profit	1,434	867	177	883	1,090
EPS (Bt)	1.0	0.7	0.1	0.6	0.7
Normalized EPS (Bt)	0.9	0.6	0.1	0.6	0.7

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

...due to a resumption of construction work realizing higher revenues and gross margin

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	23,149	21,095	16,633	18,859	21,856
Cash & cash equivalent	7,261	6,496	6,255	6,935	8,055
Account receivables	10,342	9,905	6,952	8,045	9,324
Inventories	4,026	3,227	2,361	2,660	3,079
Others	1,520	1,468	1,066	1,219	1,398
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	2,307	2,256	2,205
Total assets	49,207	44,033	40,586	43,247	46,609
LIABILITIES:					
Current liabilities:	31,479	26,595	23,618	25,246	27,541
Account payables	27,802	21,673	19,222	20,522	22,432
Bank overdraft & ST loans	0	1,000	1,003	1,004	1,002
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	3,677	3,921	3,394	3,720	4,107
Total LT debt	0	0	0	0	0
Others LT liabilities	3,081	2,727	2,528	2,718	2,945
Total liabilities	34,560	29,321	26,146	27,964	30,486
Minority interest	271	279	290	303	318
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	8,263	9,093	9,918
Shareholders' equity	14,377	14,433	14,150	14,980	15,805
Liabilities & equity	49,207	44,033	40,586	43,247	46,609

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	141	1,026	1,287
Tax paid	(326)	(236)	(28)	(205)	(257)
Depreciation & amortization	771	1,050	973	1,083	1,155
Chg In working capital	1,492	(4,893)	1,368	(92)	213
Chg In other CA & CL / minorities	732	483	(51)	248	283
Cash flow from operations	4,208	(2,577)	2,403	2,060	2,679
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)	(177)	182	218
Cash flow from investments	(4,914)	1,244	(2,187)	(1,328)	(1,292)
Debt financing	(1,236)	1,000	3	2	(2)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(763)	(458)	(460)	(53)	(265)
Warrants & other surplus	(31)	25	(0)	0	0
Cash flow from financing	(2,030)	567	(457)	(51)	(267)
Free cash flow	2,328	(1,295)	403	560	1,179

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	14.1	23.4	114.8	23.0	18.6
Normalized PE - at target price (x)	18.6	30.8	151.0	30.2	24.5
PE (x)	13.7	18.6	114.8	23.0	18.6
PE - at target price (x)	18.0	24.4	151.0	30.2	24.5
EV/EBITDA (x)	6.2	7.6	15.5	7.3	5.8
EV/EBITDA - at target price (x)	9.3	10.8	22.1	10.5	8.6
P/BV (x)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3
P/BV - at target price (x)	1.9	1.8	1.9	1.8	1.7
P/CFO (x)	4.8	(7.9)	8.4	9.8	7.6
Price/sales (x)	0.6	0.6	0.8	0.7	0.6
Dividend yield (%)	2.3	2.3	0.3	1.3	1.6
FCF Yield (%)	11.5	(6.4)	2.0	2.8	5.8
(Bt)					
Normalized EPS	0.9	0.6	0.1	0.6	0.7
EPS	1.0	0.7	0.1	0.6	0.7
DPS	0.3	0.3	0.0	0.2	0.2
BV/share	9.4	9.5	9.3	9.8	10.4
CFO/share	2.8	(1.7)	1.6	1.4	1.8
FCF/share	1.5	(0.8)	0.3	0.4	0.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

STEC's valuation looks attractive to us at 23x PE in 2022F...

....falling to 19x in 2023F vs. its 34x in pre-COVID 2015-19

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	19.8	8.6	(29.2)	15.7	15.9
Net profit (%)	(8.2)	(26.3)	(83.8)	399.5	23.4
EPS (%)	(8.2)	(26.3)	(83.8)	399.5	23.4
Normalized profit (%)	10.5	(39.5)	(79.6)	399.5	23.4
Normalized EPS (%)	10.5	(39.5)	(79.6)	399.5	23.4
Dividend payout ratio (%)	30.8	42.0	30.0	30.0	30.0
Operating performance					
Gross margin (%)	5.6	4.4	3.0	5.5	5.7
Operating margin (%)	4.0	2.5	(0.0)	3.0	3.3
EBITDA margin (%)	6.3	5.5	3.8	6.7	6.7
Net margin (%)	3.7	2.2	0.4	2.8	3.0
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
Interest coverage - EBIT (x)	25.8	17.2	na	19.9	26.3
Interest coverage - EBITDA (x)	41.0	37.1	26.0	44.3	53.0
ROA - using norm profit (%)	3.0	1.9	0.4	2.1	2.4
ROE - using norm profit (%)	11.3	6.0	1.2	6.1	7.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	9.6	5.4	0.8	5.6	6.7
- asset turnover (x)	0.7	0.8	0.6	0.7	0.8
- operating margin (%)	4.8	3.0	0.7	3.6	3.9
- leverage (x)	3.7	3.2	3.0	2.9	2.9
- interest burden (%)	96.8	95.1	79.1	95.8	96.7
- 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	(0.0)	8.0	10.1
NOPAT (Bt m)	1,035	696	(3)	709	912
invested capital (Bt m)	7,116	8,937	8,898	9,049	8,752

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 110 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ADVA16C2110A, ADVA16C2110A, AEON16C2108A, AEON16C2108A, AMAT16C2112A, AMAT16C2112A, AOT16C2109A, AOT16C2109A, AOT16C2112A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BAM16C2112A, BANP16C2109A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BANP16C2110A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2112A, BCH16C2109A, BCH16C2109A, BCH16C2111A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2111B, BCPG16C2111A, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, BGRI16C2112A, BH16C2109A, BH16C2109A, CBG16C2108A, CBG16C2108A, CBG16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CBG16C2109B, CHG16C2111A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2110A, COM716C2112A, COM716C2112A, CPAL16C2109A, CPAL16C2109A, CPAL16C2111A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPAL16C2112A, CPF16C2108A, CPF16C2108A, CPF16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2109A, CPN16C2109A, DELT16C2108A, DELT16C2108A, DELT16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2112A, DELT16C2112A, DOHO16C2111A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DOHO16C2112A, DTAC16C2112A, DTAC16C2112A, EA16C2108A, EA16C2108A, EA16C2110A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GPSC16C2110A, GULF16C2112A, GULF16C2112A, GUNK16C2108A, GUNK16C2108A, GUNK16C2110A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2112A, HANA16C2112A, HANA16C2112A, IRPC16C2108A, IRPC16C2108A, IRPC16C2110A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IRPC16C2112A, IVL16C2109A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, IVL16C2111A, JMAR16C2111A, JMAR16C2111A, JMT16C2110A, JMT16C2110A, KBAN16C2108A, KBAN16C2108A, KBAN16C2109A, KBAN16C2109A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2111B, KCE16C2109A, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KCE16C2110A, KCE16C2110A, KTC16C2110A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2112A, MEGA16C2112A, MEGA16C2112A, MINT16C2109A, MINT16C2109A, MINT16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2108A, MTC16C2108A, MTC16C2109A, MTC16C2109A, MTC16C2112A, MTC16C2112A, OR16C2108A, OR16C2108A, OR16C2109A, OR16C2109A, OR16C2112A, OR16C2112A, PRM16C2109A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTG16C2109A, PTT16C2109A, PTT16C2109A, PTT16C2112A, PTT16C2112A, PTTE16C2112A, PTTE16C2112A, PTTG16C2108A, PTTG16C2108A, PTTG16C2110A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RBF16C2112A, RS16C2108A, RS16C2108A, RS16C2109A, RS16C2109A, RS16C2112A, RS16C2112A, S5016C2109A, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016C2109B, S5016C2109C, S5016C2109C, S5016C2109D, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016C2112A, S5016P2109A, S5016P2109A, S5016P2109B, S5016P2109B, S5016P2112A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112B, SAWA16C2112A, SAWA16C2112A, SCB16C2111A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2112A, SCC16C2112A, SCC16C2112A, SCGP16C2109A, SCGP16C2109A, STA16C2112A, STA16C2112A, STEC16C2110A, STEC16C2110A, STGT16C2111A, STGT16C2111A, TASC16C2109A, TASC16C2109A, TOP16C2112A, TOP16C2112A, TQM16C2108A, TQM16C2108A, TU16C2110A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRI, BH, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, STA, STEC, STGT, TASC, TOP, TQM, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอัครวิณี ไตลัดคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวานอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวานอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลังงาน , บีโตร์เคมี, กระจดาษ

จักร เรืองสินภิญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุทัศน์

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, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรชดา สรทรง

Tel: 662-779-9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

Tel: 662-779-9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย

Tel: 662-779-9113

siripom.aru@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

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 จิตกุล

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 สดภาพ

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
