

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. และกลับมาดำเนินการก่อสร้าง 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

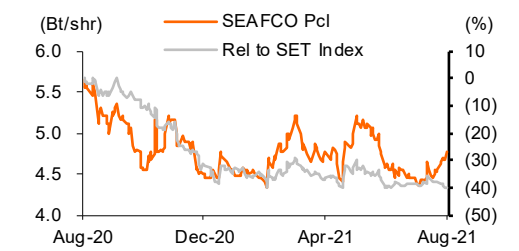
มูลค่าไม่แพง

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%

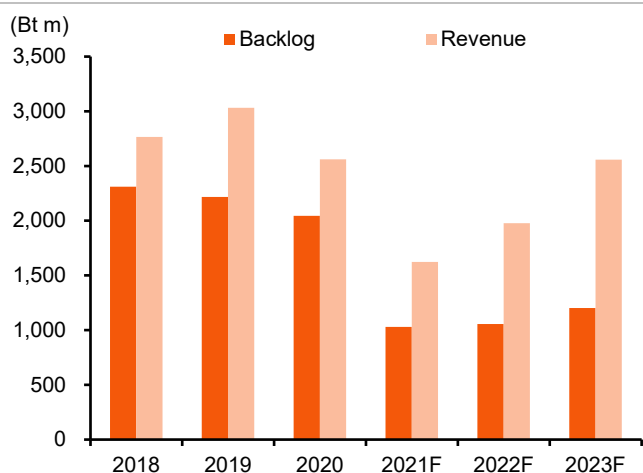
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates



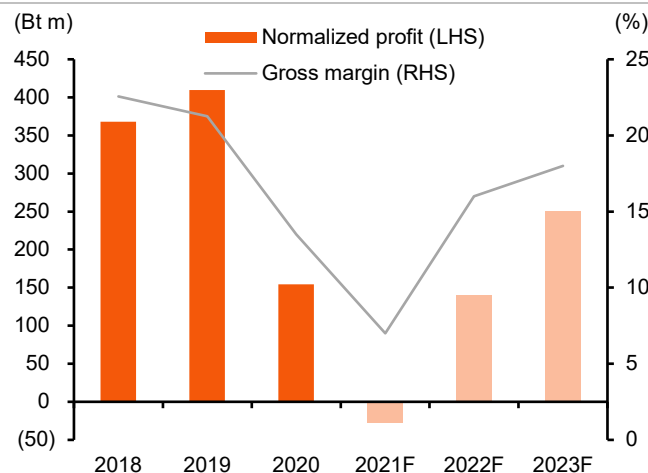
**Ex 1: Key Assumption Changes**

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>New work value (Bt m)</b>					
New	2,936	2,384	600	2,000	2,700
Old			1,700	2,500	3,000
Change (%)			(64.7)	(20.0)	(10.0)
<b>Normalized profit (Bt m)</b>					
New	410	154	(27)	140	250
Old			56	201	279
Change (%)			na	(30.4)	(10.5)
<b>Gross margin (%)</b>					
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**

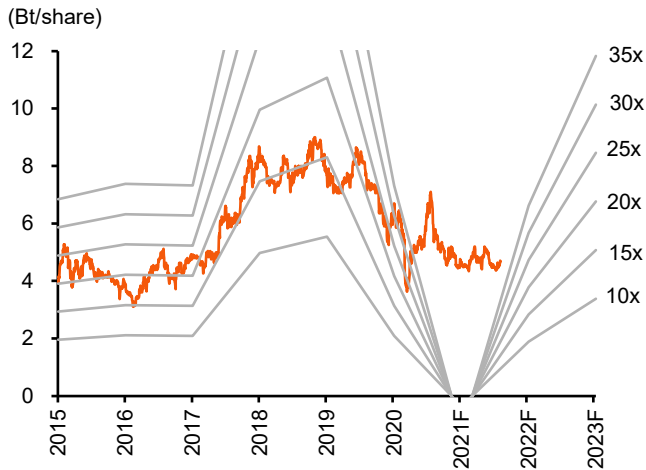
Sources: Company data, Thanachart estimates

**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
<b>Total</b>	<b>316</b>	<b>10.5</b>	

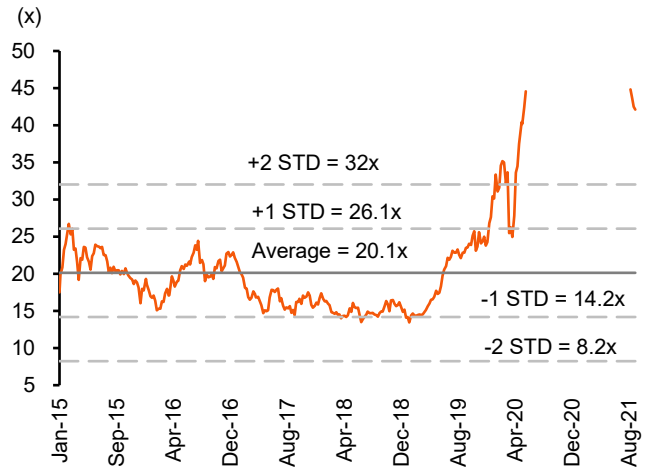
Sources: Company data, Thanachart estimates

**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											
<b>Target price/share (Bt)</b>	<b>5.30</b>											

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

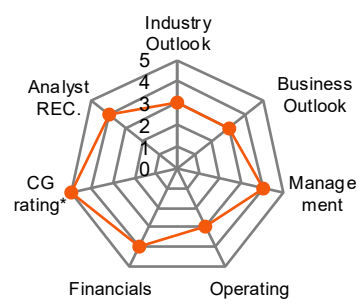
## S — Strength

- 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
<b>Gross profit</b>	<b>645</b>	<b>345</b>	<b>113</b>	<b>316</b>	<b>461</b>
% gross margin	21.3%	13.5%	7.0%	16.0%	18.0%
Selling & administration expenses	158	150	162	158	166
<b>Operating profit</b>	<b>487</b>	<b>196</b>	<b>(49)</b>	<b>158</b>	<b>294</b>
% operating margin	16.1%	7.6%	-3.0%	8.0%	11.5%
Depreciation & amortization	180	213	194	203	214
<b>EBITDA</b>	<b>668</b>	<b>408</b>	<b>145</b>	<b>361</b>	<b>508</b>
% 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)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>494</b>	<b>197</b>	<b>(38)</b>	<b>170</b>	<b>306</b>
Income tax	83	48	(8)	34	61
<b>After-tax profit</b>	<b>411</b>	<b>149</b>	<b>(30)</b>	<b>136</b>	<b>245</b>
% 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
<b>NET PROFIT</b>	<b>410</b>	<b>154</b>	<b>(27)</b>	<b>140</b>	<b>250</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>410</b>	<b>154</b>	<b>(27)</b>	<b>140</b>	<b>250</b>
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
<b>ASSETS:</b>					
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
<b>Total assets</b>	<b>3,168</b>	<b>3,078</b>	<b>2,832</b>	<b>3,023</b>	<b>3,358</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
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
<b>Total LT debt</b>	<b>229</b>	<b>197</b>	<b>161</b>	<b>141</b>	<b>121</b>
Others LT liabilities	222	266	330	354	389
<b>Total liabilities</b>	<b>1,531</b>	<b>1,466</b>	<b>1,324</b>	<b>1,379</b>	<b>1,540</b>
Minority interest	14	7	3	(1)	(7)
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	370	370	370	370	370
Share premium	164	164	164	164	164
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(3)	(5)	(5)	(5)	(5)
<b>Retained earnings</b>	<b>1,093</b>	<b>1,076</b>	<b>976</b>	<b>1,116</b>	<b>1,296</b>
Shareholders' equity	1,623	1,605	1,505	1,645	1,825
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>3,168</b>	<b>3,078</b>	<b>2,832</b>	<b>3,023</b>	<b>3,358</b>

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)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>95</b>	<b>575</b>	<b>179</b>	<b>259</b>	<b>373</b>
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)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(232)</b>	<b>(241)</b>	<b>(43)</b>	<b>(219)</b>	<b>(261)</b>
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
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(66)</b>	<b>(418)</b>	<b>(146)</b>	<b>(40)</b>	<b>(112)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(241)</b>	<b>689</b>	<b>79</b>	<b>109</b>	<b>223</b>

## 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
<b>(Bt)</b>					
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
<b>Growth Rate</b>					
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
<b>Operating performance</b>					
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
<b>DuPont</b>					
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

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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, BGR16C2110A, BGR16C2110A, BGR16C2112A, BGR16C2112A, 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, BGRIM, 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 สหกลอวิคิพเมเนท จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลอวิคิพเมเนท 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  
รตา ลิมสุทธีวันภูมิ  
Tel: 662-483-8297  
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน  
สรัชดา 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  
pattawan.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  
sunset.rak@thanachartsec.co.th

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

สุจินตนา สดภาพร  
Tel: 662-779-9198  
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

## Thanachart Securities Pcl.

Research Team  
19 Floor, MBK Tower  
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330  
Tel: 662 -779-9119  
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th