

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 5.00

Upside : 16.3%

(Unchanged)

6 SEPTEMBER 2021

Small Cap Research

Stark Corporation Pcl. (STARK TB)

พันธการสะดุดระยะสั้นมาแล้ว

เราคำนวณค่า “ซื้อ” STARK โดยคาดว่าจะส่งมอบยอดขายที่ล่าช้ามาได้ทั้งหมดใน 2H21F และคาดแนวโน้มกำไรยังเติบโตแข็งแกร่งที่ 29% ต่อปีในช่วงปี 2022-24F หนุนโดยความต้องการสายไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นสำหรับการขยายสายส่ง และอัตราค่าไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นจากสัดส่วนยอดขายผลิตภัณฑ์มารีจิ้นสูงเพิ่มขึ้น การคลายล็อกดาวน์เป็นอีกหนึ่งปัจจัยบวกในระยะสั้น

คงคำแนะนำ “ซื้อ”

เรายังแนะนำ “ซื้อ” STARK ที่ราคาเป้าหมาย 5.0 บาท จาก 1) เราคาดว่าคำสั่งซื้อที่เลื่อนมาจาก 2Q21 จะส่งมอบได้ครบปีนี้หลังการก่อสร้างโครงข่ายไฟฟ้าและโครงสร้างพื้นฐานกลับมาดำเนินการได้อีกครั้ง 2) การเริ่มผลิตสายไฟฟ้าแรงสูงในโรงงานที่เวียดนาม ซึ่งจะส่งผลให้ทั้งยอดขายและอัตราค่าไฟฟ้าเพิ่มขึ้น 3) เรามองมีความเสี่ยงที่น้อยลงว่างานก่อสร้างสายส่งไฟฟ้าและโครงสร้างพื้นฐานจะล่าช้า จากมาตรการโควิดที่ผ่อนคลายลงของทั้งรัฐบาลไทยและเวียดนามเพื่อบรรเทาผลกระทบทางเศรษฐกิจ และ 4) เรามองว่า STARK เป็นหุ้น mid-cap ที่มีการเติบโตสูง โดยมี EPS เติบโตเฉลี่ย 29% ต่อปีในช่วง 2022-24F ซึ่งได้แรงหนุนหลักจากการเติบโตอย่างมากของความต้องการสายไฟฟ้าเพื่อขยายสายส่ง

คำสั่งซื้อที่ล่าช้าเป็นปัจจัยลบเพียงช่วงสั้น

ผู้บริหาร STARK มั่นใจว่าคำสั่งซื้อที่ล่าช้าจาก 2Q21 จะถูกจัดส่งภายในสิ้นปีนี้ (หรืออาจครบถ้วนตั้งแต่ 3Q21F) หลังรัฐบาลอนุญาตให้โครงการก่อสร้างกลับมาดำเนินการได้ จากที่ถูกหยุดลงชั่วคราวในช่วงปลาย 2Q21 ซึ่งแม้มีผลกระทบต่อกำไรแต่กำไรของ STARK เพิ่มขึ้นได้กว่าเท่าตัวเมื่อเทียบ y-y ใน 1H21 และเรคาดว่าเติบโตอีก 24% y-y ใน 2H21F จากยอดขายสายไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นในประเทศกำลังพัฒนาเช่นไทย และเวียดนามที่มีการเติบโตเศรษฐกิจสูง เรคาดว่ายอดขายของ STARK จะเพิ่มขึ้น 15% และ 14% ในปี 2022-23F จากการรุกเข้าสู่ตลาดสายไฟฟ้าแรงสูงในเวียดนามและโอกาสในการส่งออกไปยังประเทศกำลังพัฒนาอื่นๆ

เริ่มผลิตสายไฟฟ้าแรงสูงแบบพิเศษในเวียดนาม

STARK จะเริ่มผลิตสายไฟฟ้าแรงสูงแบบหุ้มฉนวนในเวียดนามใน 3Q21F โดยอาศัยความเชี่ยวชาญที่มีอยู่แล้วจากการผลิตในไทย ซึ่งทำให้ STARK จะเป็นบริษัทเดียวในเวียดนามที่ผลิตสายไฟฟ้าหุ้มฉนวนแบบ 115kV ได้เพื่อทดแทนสินค้านำเข้า ในขณะที่ผู้ผลิตในประเทศรายอื่นสามารถผลิตสายไฟฟ้าที่มีฉนวนหุ้มได้เพียงที่ 69kV เรื่องนี้ช่วยยืนยันมุมมองของเราต่อภาพการเติบโตของธุรกิจเวียดนามที่มีทั้งยอดขายที่สูงขึ้น จากการเติบโตของความต้องการในตลาดและการได้ส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้น และอัตราค่าไฟฟ้าที่สูงขึ้นจากการมีสัดส่วนยอดขายสายไฟฟ้าแรงสูงมากขึ้น ทั้งนี้ STARK ยังผู้ผลิตสายไฟฟ้าหุ้มฉนวนขนาด 230kV เพียงรายเดียวในไทย ซึ่งเราเชื่อว่าจะถูกนำไปผลิตเพื่อจำหน่ายในเวียดนามต่อไปในอนาคต เรคาดว่าอัตราค่าไฟฟ้าขั้นต้นเพิ่มขึ้นเป็น 23% ในปี 2023F จาก 18% ในปี 2020

คาดการณ์การดำเนินงานแข็งแกร่งใน 2H21F

เรคาดว่า STARK จะมี EPS เติบโต 24% y-y และ 16% h-h ใน 2H21F จากการเติบโตของยอดขาย และอัตราค่าไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้น แม้เราพบผลกระทบจากการล็อกดาวน์สถานที่ก่อสร้างเนื่องจากสถานการณ์โควิดในช่วง 3Q21 ไปแล้ว อีกทั้งสถานที่ก่อสร้างส่วนใหญ่ก็ได้รับอนุญาตให้ดำเนินการต่อแล้ว โดยเราเชื่อว่ารัฐบาลไทยได้ตัดสินใจใช้มาตรการที่ให้อำนาจธุรกิจและประชาชนปรับตัวเข้าสู่สถานการณ์โควิดด้วยวิธีการที่เหมาะสมกับแต่ละภาคส่วนเอง แทนการใช้มาตรการล็อกดาวน์ในวงกว้าง



NUTTAPOL PRASITSUKSANT

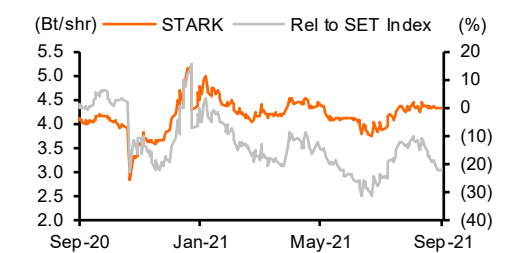
662-779-9107

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	16,858	20,194	23,281	26,584
Net profit	1,609	1,726	2,404	3,079
Consensus NP	—	1,737	2,372	2,939
Diff frm cons (%)	—	(0.6)	1.3	4.7
Norm profit	1,095	1,726	2,404	3,079
Prev. Norm profit	—	1,675	2,358	3,097
Chg frm prev (%)	—	3.0	1.9	(0.6)
Norm EPS (Bt)	0.1	0.1	0.2	0.2
Norm EPS grw (%)	629.2	57.5	39.3	28.1
Norm PE (x)	62.3	39.6	28.4	22.2
EV/EBITDA (x)	31.9	22.5	17.5	14.4
P/BV (x)	18.4	13.6	10.7	8.4
Div yield (%)	0.0	1.3	1.8	2.3
ROE (%)	36.7	39.6	42.3	42.6
Net D/E (%)	291.5	183.8	129.4	98.4

PRICE PERFORMANCE



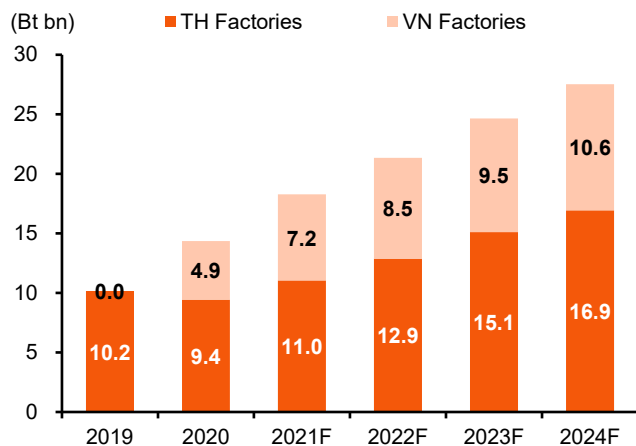
COMPANY INFORMATION

Price as of 6-Sep-21 (Bt)	4.30
Market Cap (US\$ m)	1,576.2
Listed Shares (m shares)	11,906.4
Free Float (%)	28.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	8.2
12M Price H/L (Bt)	5.25/2.84
Sector	Industrial Materials & Machinery
Major Shareholder	K.Vonnarat Tangkaravakoon
	48.69%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

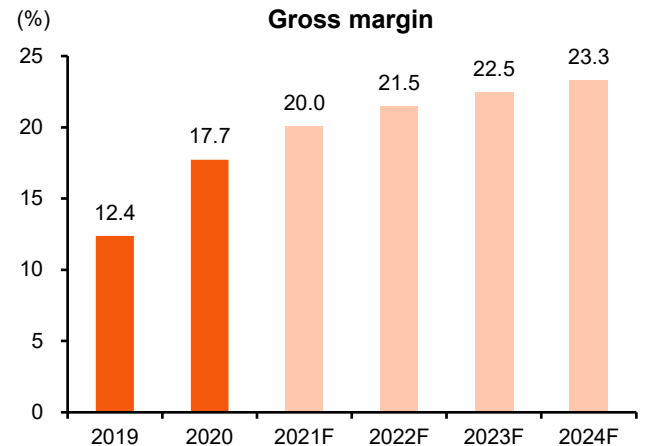
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

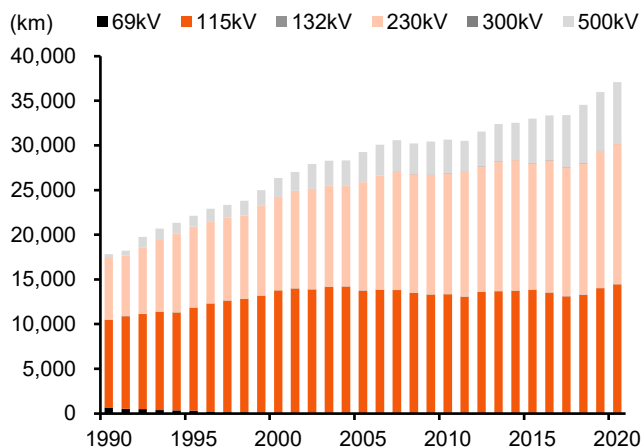
Ex 1: Strong Revenue Growth From Power Cables ...

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: STARK acquired Vietnam factories in April 2020

Ex 2: ... And Margin Expansion ...

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: ... Driven By Expanding Transmission System ...

Source: Electricity Generation Authority of Thailand (EGAT)

Ex 4: ... With Larger Mix Of Premium High-Voltage Cables

Source: Company data

Ex 5: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA (excl. depre from right of use)	4,189	5,113	5,991	6,720	7,366	7,933	8,491	8,975	9,391	9,826	10,280	—
Free cash flow	1,785	21,449	1,892	3,367	4,357	5,183	5,629	6,045	6,353	6,667	6,995	107,307
PV of free cash flow	1,657	18,489	1,514	2,501	2,940	3,233	3,245	3,221	3,129	3,035	2,807	43,067
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	7.7											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	88,839											
Net debt (2021F)	9,320											
Minority interest	68											
Equity value	79,451											
# of shares *	15,875											
Equity value/share (Bt)	5.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * We use the number of fully diluted shares in our DCF calculation, assuming all of its STARK-W1 warrants are exercised in 2024F.

Valuation Comparison

Ex 6: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
			21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Nexans SA	NEX FP	France	123.0	19.6	22.2	18.6	2.7	2.4	8.7	7.7	0.9	1.1
nVent Electric PLC	NVT US	Britain	na	8.8	17.9	16.5	2.2	2.1	14.3	13.5	2.1	2.2
TE Connectivity Ltd	TEL US	Switzerland	na	9.5	23.1	21.1	4.9	4.4	14.9	13.9	1.3	1.3
Huber + Suhner AG	HUBN SW	Switzerland	33.5	8.3	24.0	22.1	2.6	2.5	12.8	11.8	2.0	2.2
Topsec Technologies Group	002212 CH	China	62.4	40.4	30.1	21.4	2.0	1.8	25.4	18.3	0.2	0.2
Yangtze Optical Fibre & Cabl	601869 CH	China	41.3	2.3	29.2	28.6	2.3	2.2	16.4	14.7	1.0	1.0
Arrow Syndicate PCL	ARROW TB	Thailand	3.0	8.8	13.0	12.0	6.2	6.7	10.1	9.7	5.3	5.8
Interlink Communication PCL	ILINK TB	Thailand	44.4	25.0	16.1	12.8	na	na	na	na	na	na
Interlink Telecom PCL	ITEL TB	Thailand	(16.7)	26.7	32.9	26.0	2.2	2.1	12.9	11.7	1.6	2.0
Stark Corporation *	STARK TB	Thailand	57.5	39.3	39.6	28.4	13.6	10.7	22.5	17.5	1.3	1.8
Average			43.6	18.9	24.8	20.7	4.3	3.9	15.3	13.2	1.7	2.0

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 6 Sep 2021 closing prices

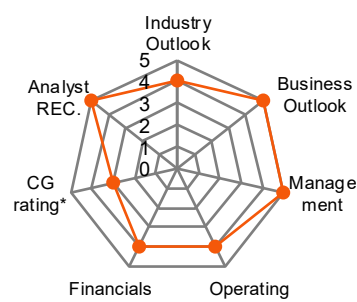
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; * CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีชื่อเสียงและประวัติที่ดีในตลาดในไทยและเวียดนาม
- อำนาจการต่อรองด้านราคากับซัพพลายเออร์และการประหยัดต่อขนาดจากการเป็นผู้ผลิตสายเคเบิลสายใหญ่ที่สุดในอาเซียน

O — Opportunity

- โอกาสในการส่งออกสินค้ามากขึ้น ใช้ประโยชน์จากขนาด ค่าแรงที่ต่ำ และสิทธิพิเศษประโยชน์ทางภาษีกับประเทศกำลังพัฒนาต่างๆ
- มีศักยภาพในการเข้าซื้อ หรือเข้าลงทุนธุรกิจที่เกี่ยวข้องเพิ่มเติม เพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันและเพิ่มส่วนแบ่งตลาด

W — Weakness

- ฟังผลการนำเข้าวัตถุดิบหลักคือ ทองแดง และอลูมิเนียม จากต่างประเทศ
- ฟังผลการใช้จ่ายของรัฐบาลในโครงการโครงสร้างพื้นฐานของประเทศในการผลักดันยอดขาย

T — Threat

- การผลิตสายเคเบิลเป็นเทคโนโลยีที่พัฒนาแล้ว จึงไม่ยากสำหรับผู้เล่นใหม่ที่มีเงินทุนหนาในการเจาะเข้ามายังตลาด
- การเปลี่ยนแปลงแรงจูงใจด้านภาษีและกฎระเบียบในการเข้าร่วมประมูลโครงการโครงสร้างพื้นฐานในแต่ละประเทศ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	5.63	5.00	-11%
Net profit 21F (Bt m)	1,737	1,726	-1%
Net profit 22F (Bt m)	2,372	2,404	1%
Consensus REC	BUY: 3	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2021-22F ของเราใกล้เคียงตลาด
- แต่ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าตลาด 11% เนื่องจากเรามุ่งมองที่ระยะวัฏจักรมากขึ้นต่อสมมติฐานอัตรากำไรในระยะยาวของ STARK

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความก้าวหน้าของโครงสร้างพื้นฐานในประเทศไทยและเวียดนามที่ช้ากว่าที่คาดไว้ ทั้งจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายของรัฐบาล หรือความล่าช้าในการก่อสร้างอาจเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการกำไรของเรา
- แผนการขยายกำลังการผลิต และความสามารถในการเพิ่มกำลังการผลิตใหม่ที่ช้ากว่าที่คาดไว้ เป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการของเรา
- ความต้องการผลิตภัณฑ์ระดับไฮเอนด์ที่ต่ำกว่าที่คาดไว้จะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่ออัตรากำไร ดังนั้นจะกระทบต่อประมาณการกำไรของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Transmission-line
expansion is key driver
for its revenues

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	11,529	16,858	20,194	23,281	26,584
Cost of sales	10,103	13,869	16,146	18,280	20,612
Gross profit	1,426	2,989	4,048	5,001	5,973
% gross margin	12.4%	17.7%	20.0%	21.5%	22.5%
Selling & administration expenses	607	866	1,121	1,219	1,307
Operating profit	819	2,123	2,927	3,782	4,665
% operating margin	7.1%	12.6%	14.5%	16.2%	17.5%
Depreciation & amortization	193	357	515	588	634
EBITDA	1,012	2,480	3,442	4,370	5,299
% EBITDA margin	8.8%	14.7%	17.0%	18.8%	19.9%
Non-operating income	79	60	53	59	71
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(487)	(660)	(663)	(617)	(610)
Pre-tax profit	410	1,523	2,317	3,224	4,127
Income tax	145	419	579	806	1,032
After-tax profit	265	1,104	1,738	2,418	3,095
% net margin	2.3%	6.5%	8.6%	10.4%	11.6%
Shares in affiliates' Earnings	3	1	0	0	0
Minority interests	(118)	(10)	(12)	(14)	(17)
Extraordinary items	(26)	513	0	0	0
NET PROFIT	124	1,609	1,726	2,404	3,079
Normalized profit	150	1,095	1,726	2,404	3,079
EPS (Bt)	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
Normalized EPS (Bt)	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2

BALANCE SHEET

In a deleveraging trend
after huge acquisitions in
2020

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	8,707	16,331	17,572	19,593	22,517
Cash & cash equivalent	1,431	1,156	1,000	1,500	2,000
Account receivables	3,465	6,042	6,916	7,654	8,740
Inventories	3,671	8,618	9,289	10,016	11,294
Others	140	515	367	423	483
Investments & loans	300	344	344	344	344
Net fixed assets	2,604	4,213	4,325	4,418	5,470
Other assets	1,044	6,429	5,818	5,355	4,787
Total assets	12,655	27,316	28,059	29,710	33,119
LIABILITIES:					
Current liabilities:	8,138	19,649	16,945	16,995	18,547
Account payables	4,788	10,248	11,059	11,519	12,988
Bank overdraft & ST loans	2,528	7,761	3,096	2,464	2,512
Current LT debt	666	1,057	2,167	2,218	2,261
Others current liabilities	155	583	623	795	786
Total LT debt	1,754	3,310	5,057	5,174	5,276
Others LT liabilities	450	594	988	1,085	1,115
Total liabilities	10,341	23,553	22,989	23,254	24,938
Minority interest	46	55	68	82	98
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	12,338	11,906	11,906	11,906	11,906
Share premium	(10,542)	(10,542)	(10,542)	(10,542)	(10,542)
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(493)	(591)	(591)	(591)	(591)
Retained earnings	965	2,935	4,229	5,601	7,309
Shareholders' equity	2,268	3,709	5,003	6,374	8,082
Liabilities & equity	12,655	27,316	28,059	29,710	33,119

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	410	1,523	2,317	3,224	4,127
Tax paid	(129)	(205)	(634)	(709)	(1,022)
Depreciation & amortization	193	357	515	588	634
Chg In working capital	(547)	(2,064)	(734)	(1,005)	(895)
Chg In other CA & CL / minorities	(820)	15	33	19	(79)
Cash flow from operations	(892)	(374)	1,497	2,117	2,765
Capex	(405)	(1,924)	(500)	(500)	(1,500)
Right of use	0	(308)	(500)	(200)	(100)
ST loans & investments	(30)	(179)	209	0	0
LT loans & investments	1,078	(44)	0	0	0
Adj for asset revaluation	(640)	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(331)	(5,103)	1,377	580	512
Cash flow from investments	(328)	(7,558)	586	(120)	(1,088)
Debt financing	197	7,825	(1,808)	(464)	193
Capital increase	1,795	(432)	(0)	0	0
Dividends paid	0	0	(431)	(1,032)	(1,371)
Warrants & other surplus	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	1,992	7,393	(2,239)	(1,497)	(1,177)
Free cash flow	(1,297)	(2,297)	997	1,617	1,265

We project only small capex over next few years

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	454.5	62.3	39.6	28.4	22.2
Normalized PE - at target price (x)	528.5	72.5	46.0	33.0	25.8
PE (x)	550.9	42.4	39.6	28.4	22.2
PE - at target price (x)	640.5	49.3	46.0	33.0	25.8
EV/EBITDA (x)	71.0	31.9	22.5	17.5	14.4
EV/EBITDA - at target price (x)	81.9	36.4	25.8	20.1	16.5
P/BV (x)	30.1	18.4	13.6	10.7	8.4
P/BV - at target price (x)	35.0	21.4	15.9	12.5	9.8
P/CFO (x)	(76.5)	(182.6)	45.6	32.2	24.7
Price/sales (x)	4.4	3.0	2.5	2.2	1.9
Dividend yield (%)	0.0	0.0	1.3	1.8	2.3
FCF Yield (%)	(1.9)	(3.4)	1.5	2.4	1.9
(Bt)					
Normalized EPS	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
EPS	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
DPS	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
BV/share	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5
CFO/share	(0.1)	(0.0)	0.1	0.1	0.2
FCF/share	(0.1)	(0.1)	0.1	0.1	0.1

We see its 0.8x PEG ratio as still attractive

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(2.7)	46.2	19.8	15.3	14.2
Net profit (%)	(76.4)	1,198.1	7.3	39.3	28.1
EPS (%)	(76.4)	1,198.1	7.3	39.3	28.1
Normalized profit (%)	(66.9)	629.2	57.5	39.3	28.1
Normalized EPS (%)	(66.9)	629.2	57.5	39.3	28.1
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	12.4	17.7	20.0	21.5	22.5
Operating margin (%)	7.1	12.6	14.5	16.2	17.5
EBITDA margin (%)	8.8	14.7	17.0	18.8	19.9
Net margin (%)	2.3	6.5	8.6	10.4	11.6
D/E (incl. minor) (x)	2.1	3.2	2.0	1.5	1.2
Net D/E (incl. minor) (x)	1.5	2.9	1.8	1.3	1.0
Interest coverage - EBIT (x)	1.7	3.2	4.4	6.1	7.7
Interest coverage - EBITDA (x)	2.1	3.8	5.2	7.1	8.7
ROA - using norm profit (%)	1.1	5.5	6.2	8.3	9.8
ROE - using norm profit (%)	9.2	36.7	39.6	42.3	42.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	16.3	36.9	39.9	42.5	42.8
- asset turnover (x)	0.9	0.8	0.7	0.8	0.8
- operating margin (%)	7.8	12.9	14.8	16.5	17.8
- leverage (x)	8.1	6.7	6.4	5.1	4.3
- interest burden (%)	45.7	69.8	77.8	83.9	87.1
- tax burden (%)	64.6	72.5	75.0	75.0	75.0
WACC (%)	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
ROIC (%)	10.1	26.6	15.0	19.8	23.8
NOPAT (Bt m)	529	1,539	2,195	2,836	3,499
invested capital (Bt m)	5,785	14,681	14,323	14,730	16,131

Sources: Company data, Thanachart estimates

*High-profitability company,
with around 40% ROE*

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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 101 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ADVA16C2110A, AMAT16C2112A, AOT16C2109A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BCH16C2109A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, BH16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CBG16C2201A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2109A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2112A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GULF16C2112A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMART16C2111A, JMT16C2110A, JMT16C2112A, KBAN16C2109A, KBAN16C2111A, KBAN16C2112A, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, MEGA16C2112A, MINT16C2109A, MINT16C2112A, MTC16C2109A, MTC16C2112A, OR16C2109A, OR16C2112A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTT16C2109A, PTT16C2112A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RS16C2109A, RS16C2112A, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016C2109C, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016P2109A, S5016P2109B, S5016P2112A, S5016P2112B, SAWA16C2112A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCC16C2112A, SCGP16C2109A, STA16C2112A, STEC16C2110A, STGT16C2111A, TASC16C2109A, TOP16C2112A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, 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, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

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

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS

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

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทย่อยไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566” ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย พิมพ์ผกา นิजारุณ, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	พลังงาน , ปิโตรเคมี, กระดาษ จักร เรืองสินภิญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ พัทธดนย์ บุญนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ตียะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน สรัชดา ศรีทรง 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 siriporn.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 ทิพย์มณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุลชล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัตร Tel: 662-779-9117 sunet.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สดภาพร Tel: 662-779-9198 sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

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