

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 17.50

(From: Bt 19.00)

Upside : 31.6%

31 AUGUST 2021

Small Cap Research

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

ปรับตัวลงมากแล้ว

STEC เผชิญกับข่าวร้ายต่อเนื่อง และราคาหุ้นร่วงลง 17% จากจุดสูงสุดในปีนี้ เนื่องจากกำไรที่ลดลงครั้งใหญ่ 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 ปรับตัวลงมากแล้ว 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 แต่เรายังคงคำแนะนำ “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. ด้วยมาตรการที่เข้มงวดสำหรับการเคลื่อนย้ายคนงาน การเข้าและออกจากสถานที่ก่อสร้าง การแยกคนงานที่ติดเชื้อ และอื่นๆ จากนั้นข่าวเชิงลบจากพันธมิตร - บมจ. บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ (BTS) ซึ่งแพ็คเกจของศาลปกครองสูงสุดเกี่ยวกับเกณฑ์การเสนอราคาของสายสีส้มตะวันออก ซึ่งชี้ว่า บมจ. ช.การช่าง (CK) มีโอกาสสูงที่จะชนะโครงการนี้ นอกจากนี้การก่อสร้างสายสีชมพูและสีเหลืองยังล่าช้าออกไปอีกหนึ่งปีเนื่องจากรัฐบาลไม่สามารถส่งมอบที่ดินได้ตามกำหนด และล่าสุดยังมีกรยกเลิกการประมูลโครงการสายสีม่วงใต้อีกด้วย

มีงานในมือจำนวนมากหนุนการเติบโต

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

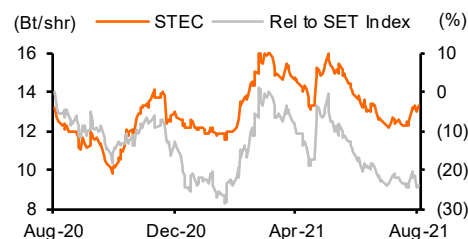
ราคาหุ้นสะท้อนข่าวร้ายไปแล้ว

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 เมื่อช่วงการซื้อขายที่ไม่รวมช่วงสูงสุดและต่ำสุดผิดปกติ 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

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Key Assumption Changes

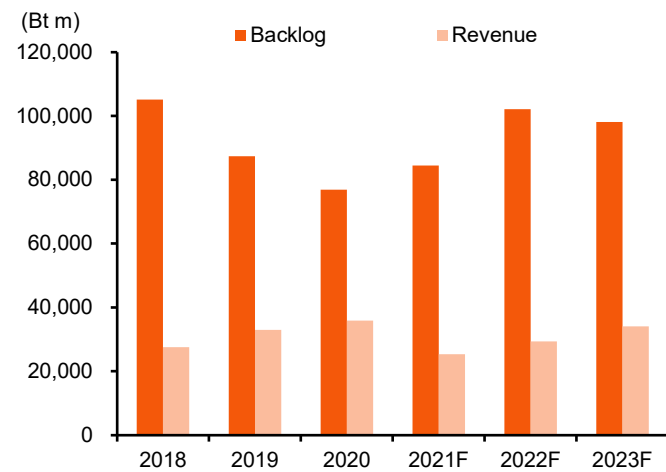
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
New work value (Bt bn)					
New	15.3	25.3	33.0	47.0	30.0
Old			33.0	50.0	10.0
Change (%)			—	(6.0)	200.0
Normalized profit (Bt m)					
New	1,434	867	177	883	1,090
Old			710	1,254	1,288
Change (%)			(75.1)	(29.6)	(15.4)
Gross margin (%)					
New	5.6	4.4	3.0	5.5	5.6
Old			4.4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

Source: Thanachart estimates

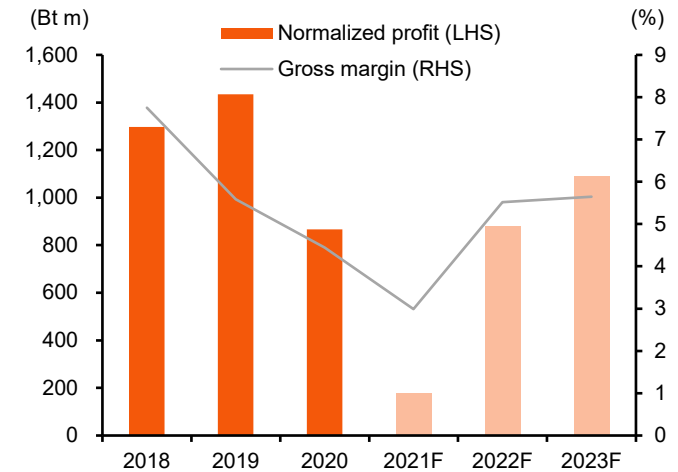
Ex 2: STEC's Potential New Work Value

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

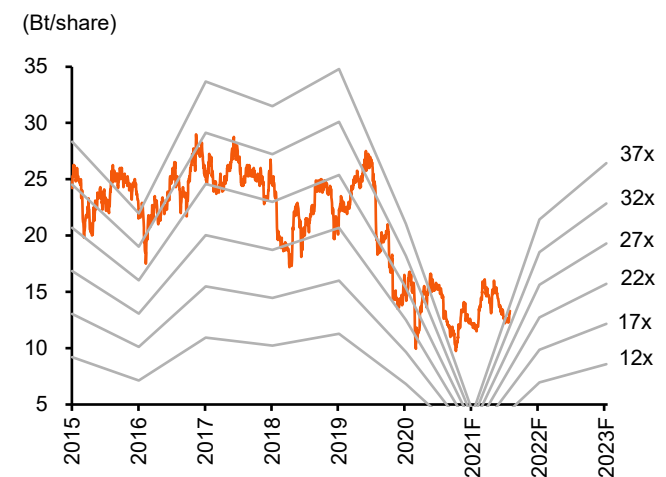
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: STEC's Backlog Value Vs. Revenue

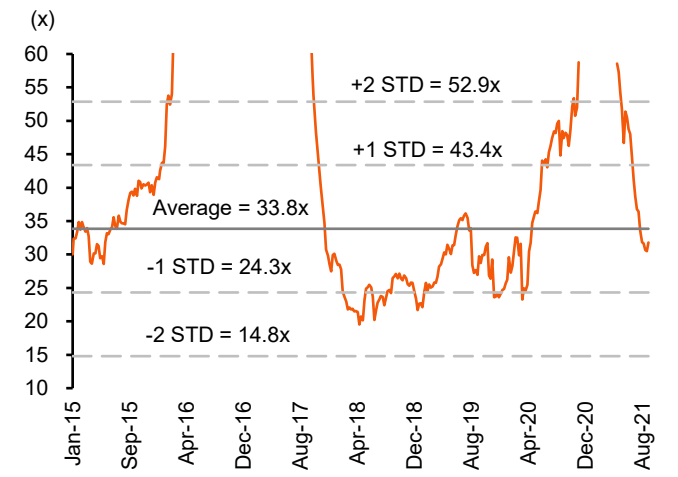
Sources: Company data, Thanachart estimates

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 ชีโน-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

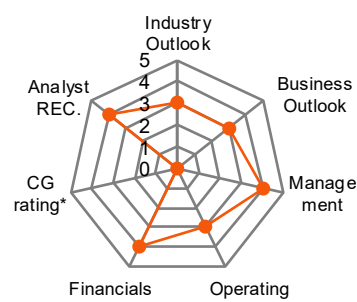
S — Strength

- มีฐานะทางการเงินแข็งแกร่งที่สุดในกลุ่ม ด้วยเป็นบริษัทที่ไม่มีหนี้
- เป็นผู้รับเหมาระดับ 1 ที่สามารถจะชนะการประมูลโครงการก่อสร้างต่างๆ ได้ทั้งหมด
- มีความเชี่ยวชาญงานก่อสร้างโรงไฟฟ้า

O — Opportunity

- ประเทศไทยอยู่ในช่วงการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน
- ความกังวลในเรื่องมีไฟฟ้าใช้ไม่พอยังทำให้มีการเร่งลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้า

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; *No CG Rating

W — Weakness

- เนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่ของ STEC ขึ้นกับโครงการประมูล จึงไม่มีอะไรที่จะประกันได้ว่า STEC จะชนะการประมูล
- ธุรกิจรับเหมาก่อสร้างเป็นธุรกิจที่ใช้แรงงานเป็นหลัก ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงในเรื่องการเพิ่มขึ้นของต้นทุนแรงงาน และการขาดแคลนแรงงาน

T — Threat

- ผลกระทบจากโควิด-19 และใช้เวลาในการดำเนินงานของภาครัฐ ทำให้การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานล่าช้าออกไป
- ราคาวัสดุก่อสร้างที่ผันผวน เป็นความเสี่ยงหลัก และคาดว่าจะราคาน่าจะเพิ่มขึ้นในปีหน้า

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

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

STEC's financial status looks solid with a net-cash position

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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย 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, 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 ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ 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)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง 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 ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

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

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

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย พิมพ์ผกา นิการุณ, 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 ลิ้มสุทธิวันภูมิ 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 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 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 จิตกุล 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