BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 5.00 (From: Bt 5.30)

Upside : 14.2%

28 JANUARY 2022

Small Cap Research

SEAFCO Public Co Ltd (SEAFCO TB)

ฟื้นตัวช้า

SAKSID PHADTHANANARAK

662 – 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

ตลาดอาคารสูงที่อ่อนแอต่อเนื่อง ทำให้เราปรับกำไรของ SEAFCO ลง 58/14% ในปี 2022-23F และให้ราคาเป้าหมายลงเหลือ 5 บาท แต่อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าการประมูลโครงการโครงสร้างพื้นฐานรอบใหม่ในปี 2022-23F จะผลักดันกำไรให้เติบโตแข็งแกร่งในปีหน้า เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" SEAFCO

แนวโน้มอ่อนแอใน 1H22 ปรับลดราคาเป้าหมายเหลือ 5 บาท

ผู้บริหารของ SEAFCO คาดว่าจะยังคงมีผลการดำเนินงานที่อ่อนแอต่อเนื่องใน 1H22 จาก 1) การรับรู้รายได้ที่ต่ำ เนื่องจากงานในมือที่ต่ำเพียง 1.2 พันลบ. ณ สิ้นปี 2021F 2) อัตรากำไรขั้นต้นจะยังคงอยู่ภายใต้แรงกดดันเนื่องจากงานในมือที่มีอัตรากำไรต่ำจากการแข่งขันที่รุนแรงในปีที่แล้ว 3) ความต้องการโครงการอาคารสูงที่อ่อนแอ ทำให้บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ชะลอการเปิดโครงการใหม่ และ 4) โครงการโครงสร้างพื้นฐาน โดยเฉพาะสายสีม่วงใต้ ยังอยู่ระหว่างการประมูล และการก่อสร้างจะเริ่มอย่างเร็วที่สุดในปลายปีนี้ ซึ่งส่งผลให้เราปรับลดกำไรสำหรับ SEAFCO ลง 58% ในปี 2022F และ 14% ในปี 2023F (Exhibit 1) และปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2022F) เป็น 5 บาท/หุ้น จาก 5.3 บาท

คงคำแนะนำ “ซื้อ”

แต่อย่างไรก็ตาม เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" SEAFCO เนื่องจาก 1) ด้วยมูลค่างานในมือที่มีอยู่ 1.2 พันลบ. และการกลับมาดำเนินงานก่อสร้างอีกครั้งจากการล็อกดาวน์ในปีที่แล้ว เราคาดว่ากำไรของ SEAFCO จะฟื้นตัวในปีนี้ 2) รถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้ขณะนี้อยู่ระหว่างการประมูล และมีกำหนดจะประกาศรายชื่อผู้รับเหมาหลักที่ชนะประมูลในปลาย 1Q22 ขณะที่เราคาดว่ารถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตกจะเปิดประมูลในปลายปีนี้ SEAFCO ซึ่งเป็นผู้รับเหมาเสาเข็มรายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย เป็นหนึ่งในผู้รับเหมาไม่กี่รายที่ได้ประโยชน์โดยตรง และ 3) เราคาดว่าโครงการโครงสร้างพื้นฐานเหล่านี้จะเริ่มก่อสร้างในปีหน้า และหนุนให้กำไรของ SEAFCO เติบโตแข็งแกร่งที่ 265% y-y ในปี 2023F

โครงการในปี 2022-23

เราคาดว่ามูลค่างานใหม่ของ SEAFCO จะเพิ่มขึ้นจาก 519 ลบ. ในปีที่แล้ว เป็น 1.4 พันลบ. ในปีนี้ และ 2 พันลบ. ในปี 2023F เทียบกับ 2.5 พันลบ.ต่อปีโดยเฉลี่ยในช่วงก่อนเกิดโควิดในปี 2015-19 นอกจากสมมติให้มีมูลค่างานเสาเข็ม 600 ลบ. - 1 พันลบ. จากโครงการอาคารสูงในปี 2022-23F แล้ว เรายังคาดว่า SEAFCO จะชนะ 1) มูลค่างานเสาเข็มและผนังไดอะแฟรมเพิ่มอีก 790 ลบ. จากโครงการสายสีม่วงใต้มูลค่า 7.9 หมื่นลบ. ในช่วงปลายปี 2022F และ 2) 960 ลบ. จากรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตกมูลค่า 9.6 หมื่นลบ. ในปี 2023F อีกด้วย

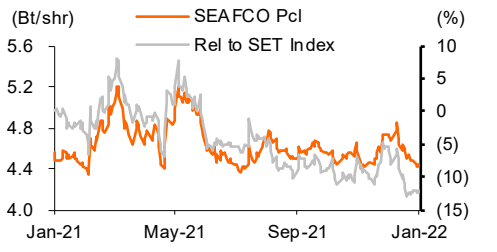
แนวโน้มอัตรากำไร

เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของ SEAFCO จะเพิ่มขึ้นจาก 5% ในปีที่แล้วเป็น 13% ในปีนี้ และ 18% ในปี 2023F (เทียบกับ 17-23% ในช่วงก่อนเกิด COVID ในปี 2015-19) ส่วนใหญ่มาจากผลประโยชน์จาก operating leverage จากอัตราการดำเนินงานที่สูงขึ้น ราคาวัสดุก่อสร้างที่สูงขึ้นไม่ใช่ความกังวลหลักของผู้บริหาร เนื่องจากระยะเวลาก่อสร้างเสาเข็มปกติจะสั้น (2-6 เดือนต่อโครงการ) และบริษัทฯ จะล็อคราคาเมื่อได้งาน นอกจากนี้ ปัญหาการขาดแคลนแรงงานยังบรรเทาลง หลังจากที่รัฐบาลได้อนุญาตให้ผู้รับเหมานำเข้าแรงงานต่างด้าวตามมาตรการคัดกรองโควิด-19

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	2,560	1,379	1,360	2,154
Net profit	154	(40)	59	215
Consensus NP	—	(6)	156	280
Diff frm cons (%)	—	*na*	*(62.3)*	*(23.1)*
Norm profit	154	(40)	59	215
Prev. Norm profit	—	(27)	140	250
Chg frm prev (%)	—	*na*	*(57.9)*	*(14.1)*
Norm EPS (Bt)	0.2	(0.1)	0.1	0.3
Norm EPS grw (%)	(62.3)	na	na	264.9
Norm PE (x)	21.0	na	55.0	15.1
EV/EBITDA (x)	8.6	29.8	13.6	7.6
P/BV (x)	2.0	2.2	2.1	1.8
Div yield (%)	2.3	0.0	0.0	3.3
ROE (%)	9.6	na	3.9	13.0
Net D/E (%)	17.7	16.3	8.8	10.9

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 28-Jan-22 (Bt)	4.38
Market Cap (US$ m)	97.0
Listed Shares (m shares)	739.7
Free Float (%)	73.8
Avg Daily Turnover (US$ m)	0.2
12M Price H/L (Bt)	5.20/4.34
Sector	Construction
Major Shareholder	Thasnanipan Family 26.2%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

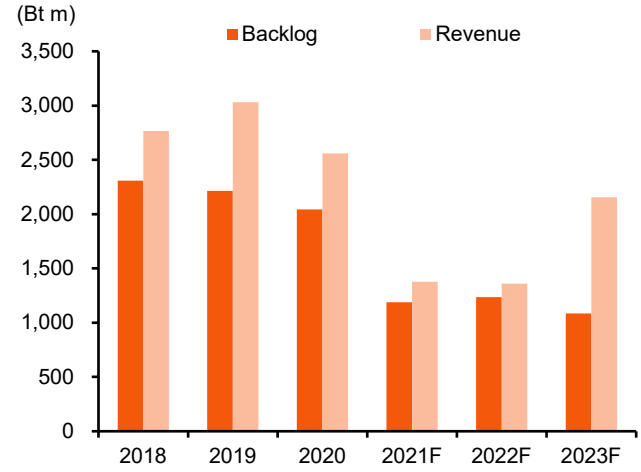
Thanachart Securities

Ex 1: Our Key Assumption Changes

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Backlog value (Bt m)					
New	2,215	2,043	1,189	1,235	1,085
Old			1,027	1,055	1,200
Change (%)			*15.8*	*17.1*	*(9.6)*
Revenue (Bt m)					
New	3,032	2,560	1,379	1,360	2,154
Old			1,621	1,977	2,559
Change (%)			*(15.0)*	*(31.2)*	*(15.8)*
Normalized profit (Bt m)					
New	410	154	(40)	59	215
Old			(27)	140	250
Change (%)			*na*	*(57.9)*	*(14.1)*

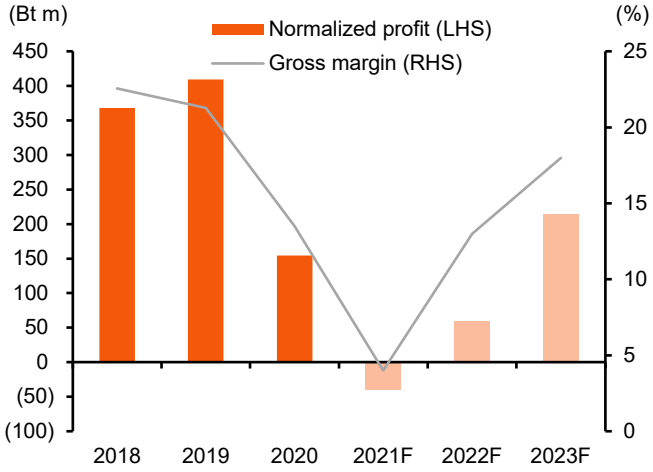
Source: Thanachart estimates

Ex 2: SEAFCO's Backlog Value Vs. Revenue



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: SEAFCO's Gross Margin Vs. Earnings



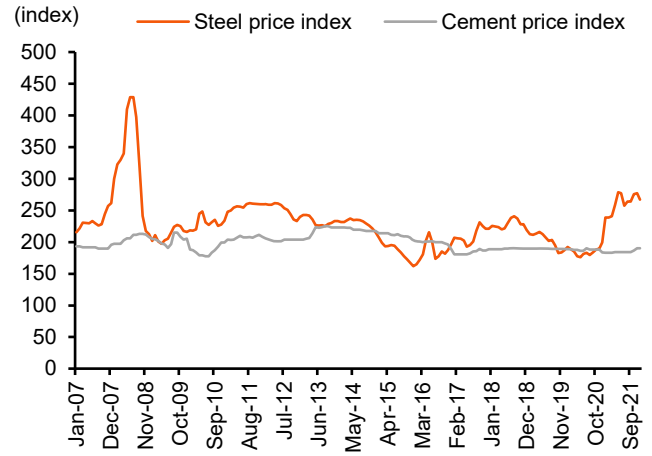
Sources: Company data, Thanachart estimates

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

Project	Total construction value (Bt bn)	Estimated piling value for PYLON (Bt bn)	Estimated year for piling work
South Purple Line	79	0.8	2H22F
Other projects		0.6	2022F
West Orange Line	96	1.0	2H23F
Other projects		1.0	2023F

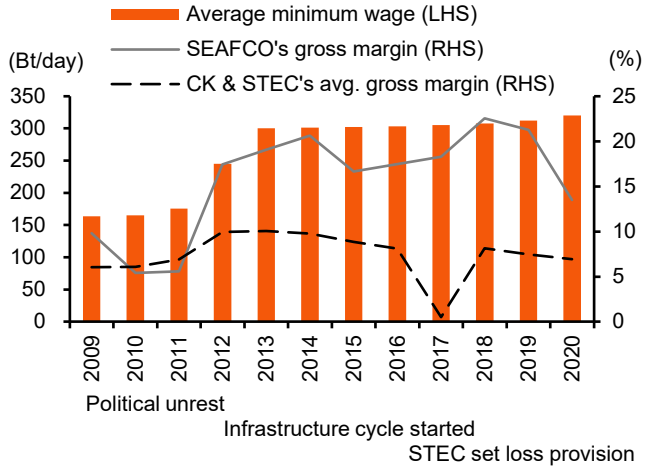
Sources: Thanachart estimates

Ex 5: Steel & Cement Price Index



Source: Ministry of Commerce

Ex 6: Contractors' Gross Margin Vs. Minimum Wages



Sources: NESDC, Company data, 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	248	451	488	507	526	545	565	585	605	625	646	
Free cash flow	87	238	273	300	318	335	353	371	389	407	426	5,517
PV of free cash flow	87	201	212	210	203	196	188	181	174	159	151	1,957

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	0.9
WACC (%)	8.9
Terminal growth (%)	2.0
Enterprise value - add investments	3,917
Net debt (2021F)	243
Minority interest	4
Equity value	3,670
# of shares (m)*	740
Target price/share (Bt)	**5.00**

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 8: Peer Valuation Comparison

Name	BBG code	Current Price (Bt)	EPS growth 21F (%)	EPS growth 22F (%)	PE 21F (x)	PE 22F (x)	P/BV 21F (x)	P/BV 22F (x)	EV/EBITDA 21F (x)	EV/EBITDA 22F (x)	Div yield 21F (%)	Div yield 22F (%)
Italian-Thai Devel.	ITD TB	2.08	44.8	62.5	na	na	0.9	0.9	17.0	14.8	na	na
Sriracha Construction	SRICHA TB	15.0	165.8	18.9	12.3	10.3	2.7	2.6	7.7	6.5	7.0	8.0
Unique Engineering	UNIQ TB	5.55	(75.5)	280.0	111.0	29.2	na	na	10.9	9.6	na	na
CH Karnchang*	CK TB	21.00	(49.5)	254.5	208.8	58.9	1.4	1.3	na	212.8	0.8	0.7
Pylon Pcl*	PYLON TB	4.60	(80.6)	337.8	98.2	22.4	3.5	3.1	24.0	10.6	0.5	3.3
Seafco Pcl*	SEAFCO TB	4.38	na	na	na	55.0	2.2	2.1	29.8	13.6	0.0	0.0
Sino Thai Eng. & Cons*	STEC TB	14.20	(31.1)	48.1	36.2	24.5	1.5	1.4	8.9	6.7	0.8	1.4
Average			**(4.4)**	**167.0**	**93.3**	**33.4**	**2.0**	**1.9**	**16.4**	**39.2**	**1.8**	**2.7**

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth

Based on 28-Jan-22 closing prices

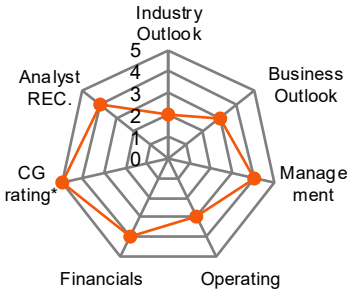
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ซีฟโก้ จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทรับเหมาก่อสร้างและวิศวกรรม ซึ่งใช้เสาเข็มเจาะ กำแพงไดอะแฟรม และเทคโนโลยีวิศวกรรมใต้ดิน สำหรับงานฐานราก การก่อสร้างชั้นใต้ดิน และการพัฒนาสิ่งอำนวยความสะดวกใต้ดิน และงานส่วนล่าง ในกรุงเทพฯ และเมืองใหญ่อื่นๆ บริษัทฯ ดำเนินการและให้บริการในฐานะเป็นผู้รับเหมาหลัก ผู้รับเหมาช่วง และหุ้นส่วนร่วมทุนทั้งกับภาครัฐและภาคเอกชน

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

- ประสบการณ์ 40 ปี ความรู้และนวัตกรรมของบริษัททำให้บริษัทมีส่วนแบ่งการตลาดที่สูง
- ความสามารถในด้านต้นทุนจากการประหยัดจากต้นทุน
- สถาณะทางการเงินที่แข็งแรงที่มีอัตราหนี้สินต่อทุนที่ต่ำ

W — Weakness

- ใช้เงินลงทุนสูงและต้องการการใช้สินทรัพย์อย่างต่อเนื่อง
- งานเจาะเสาเข็มต้องใช้ความน่าเชื่อถือสูง
- ความเสี่ยงจากการพึ่งพาผู้บริหารที่มีโอกาสการเกษียณอายุ

O — Opportunity

- ประเทศไทยกำลังเข้าสู่ช่วงการก่อสร้างขาขึ้น
- แนวโน้มการสร้างตึกสูงมากขึ้นในกทม.จากต้นทุนที่ดินที่สูง
- แผ่นดินที่หนาและอ่อนในกทม.ทำให้งานเสาเข็มเจาะเป็นที่ต้องการ

T — Threat

- ความไม่มีเสถียรภาพทางการเมืองทำให้การลงทุนใหม่และโครงการก่อสร้างของภากเอกชนของไทยล่าช้าออกไป
- ความผันผวนของราคาเหล็กและซีเมนต์ในช่วงสั้น

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	4.92	5.00	2%
Net profit 21F (Bt m)	(6)	(40)	na
Net profit 22F (Bt m)	156	59	-62%
Consensus REC	**BUY: 2**	**HOLD: 4**	**SELL: 2**

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- คาดการณ์กำไรของเราปี 2022F ต่ำกว่าตลาด 62% เนื่องจากเราเชื่อว่าเราให้สมมติฐานการดำเนินงานที่อ่อนแอสำหรับ SEAFCO ใน 1H22F เนื่องจากมูลค่างานในมือที่ต่ำ และการเปิดตัวโครงการอาคารสูงใหม่ที่ชะลอตัวลง
- แต่อย่างไรก็ตามราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด 2% เนื่องจากเราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวแข็งแกร่งในระยะยาว จากการประมูลโครงการโครงสร้างพื้นฐานรอบใหม่

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

Source: Thanachart

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

...before a gradual earnings turnaround in 2022F and...

...strong growth in 2023F once construction of infrastructure projects starts

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	3,032	2,560	1,379	1,360	2,154
Cost of sales	2,387	2,214	1,323	1,183	1,767
Gross profit	**645**	**345**	**55**	**177**	**388**
% gross margin	21.3%	13.5%	4.0%	13.0%	18.0%
Selling & administration expenses	158	150	124	122	140
Operating profit	**487**	**196**	**(69)**	**54**	**248**
% operating margin	16.1%	7.6%	-5.0%	4.0%	11.5%
Depreciation & amortization	180	213	186	193	203
EBITDA	**668**	**408**	**117**	**248**	**451**
% EBITDA margin	22.0%	16.0%	8.5%	18.2%	20.9%
Non-operating income	30	25	35	35	35
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(23)	(24)	(20)	(19)	(20)
Pre-tax profit	**494**	**197**	**(53)**	**70**	**263**
Income tax	83	48	(11)	14	53
After-tax profit	**411**	**149**	**(43)**	**56**	**210**
% net margin	13.6%	5.8%	-3.1%	4.1%	9.8%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	(2)	5	3	3	5
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	**410**	**154**	**(40)**	**59**	**215**
Normalized profit	**410**	**154**	**(40)**	**59**	**215**
EPS (Bt)	0.6	0.2	(0.1)	0.1	0.3
Normalized EPS (Bt)	0.6	0.2	(0.1)	0.1	0.3

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	1,134	975	762	748	1,123
Cash & cash equivalent	196	111	100	100	100
Account receivables	441	459	264	261	413
Inventories	98	82	47	42	63
Others	399	323	350	345	547
Investments & loans	26	60	60	60	60
Net fixed assets	1,613	1,286	1,200	1,127	1,074
Other assets	395	757	765	770	999
Total assets	**3,168**	**3,078**	**2,787**	**2,704**	**3,256**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,080	1,003	791	700	961
Account payables	510	593	363	324	484
Bank overdraft & ST loans	295	41	36	25	31
Current LT debt	119	158	137	95	117
Others current liabilities	156	210	255	256	329
Total LT debt	**229**	**197**	**170**	**118**	**145**
Others LT liabilities	222	266	330	336	388
Total liabilities	**1,531**	**1,466**	**1,291**	**1,153**	**1,494**
Minority interest	14	7	4	1	(4)
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)
Retained earnings	**1,093**	**1,076**	**963**	**1,021**	**1,236**
Shareholders' equity	1,623	1,605	1,492	1,551	1,765
Liabilities & equity	**3,168**	**3,078**	**2,787**	**2,704**	**3,256**

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	494	197	(53)	70	263
Tax paid	(86)	(55)	8	(15)	(49)
Depreciation & amortization	180	213	186	193	203
Chg In w orking capital	(239)	81	(1)	(30)	(13)
Chg In other CA & CL / minorities	(255)	139	20	7	(132)
Cash flow from operations	**95**	**575**	**160**	**226**	**271**
Capex	(336)	115	(100)	(120)	(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	11	(166)
Cash flow from investments	**(232)**	**(241)**	**(43)**	**(119)**	**(326)**
Debt financing	119	(246)	(53)	(106)	55
Capital increase	34	0	0	0	0
Dividends paid	(178)	(155)	(74)	0	0
Warrants & other surplus	(41)	(17)	0	0	0
Cash flow from financing	**(66)**	**(418)**	**(127)**	**(106)**	**55**
Free cash flow	**(241)**	**689**	**60**	**106**	**121**

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	7.9	21.0	na	55.0	15.1
Normalized PE - at target price (x)	9.0	24.0	na	62.8	17.2
PE (x)	7.9	21.0	na	55.0	15.1
PE - at target price (x)	9.0	24.0	na	62.8	17.2
EV/EBITDA (x)	5.5	8.6	29.8	13.6	7.6
EV/EBITDA - at target price (x)	6.2	9.8	33.7	15.5	8.6
P/BV (x)	2.0	2.0	2.2	2.1	1.8
P/BV - at target price (x)	2.3	2.3	2.5	2.4	2.1
P/CFO (x)	34.3	5.6	20.3	14.4	12.0
Price/sales (x)	1.1	1.3	2.4	2.4	1.5
Dividend yield (%)	5.9	2.3	0.0	0.0	3.3
FCF Yield (%)	(7.4)	21.3	1.8	3.3	3.7
(Bt)					
Normalized EPS	0.6	0.2	(0.1)	0.1	0.3
EPS	0.6	0.2	(0.1)	0.1	0.3
DPS	0.3	0.1	0.0	0.0	0.1
BV/share	2.2	2.2	2.0	2.1	2.4
CFO/share	0.1	0.8	0.2	0.3	0.4
FCF/share	(0.3)	0.9	0.1	0.1	0.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

Its PE is high at 55x in 2022F but…

…strong growth in 2023F should make the PE fall to 15x vs. 20x in the pre-COVID 2015-19 period

Solid balance sheet with a low net D/E ratio

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	9.6	(15.6)	(46.1)	(1.4)	58.5
Net profit (%)	11.2	(62.3)	na	na	264.9
EPS (%)	11.2	(62.3)	na	na	264.9
Normalized profit (%)	11.2	(62.3)	na	na	264.9
Normalized EPS (%)	11.2	(62.3)	na	na	264.9
Dividend payout ratio (%)	47.0	47.9	0.0	0.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	21.3	13.5	4.0	13.0	18.0
Operating margin (%)	16.1	7.6	(5.0)	4.0	11.5
EBITDA margin (%)	22.0	16.0	8.5	18.2	20.9
Net margin (%)	13.6	5.8	(3.1)	4.1	9.8
D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
Interest coverage - EBIT (x)	20.7	8.1	na	2.8	12.4
Interest coverage - EBITDA (x)	28.4	17.0	6.0	12.8	22.6
ROA - using norm profit (%)	13.3	4.9	na	2.1	7.2
ROE - using norm profit (%)	27.1	9.6	na	3.9	13.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	27.2	9.2	na	3.7	12.7
- asset turnover (x)	1.0	0.8	0.5	0.5	0.7
- operating margin (%)	17.1	8.6	na	6.6	13.1
- leverage (x)	2.0	1.9	1.9	1.8	1.8
- interest burden (%)	95.5	89.1	157.7	78.3	93.0
- 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	(2.9)	2.5	11.7
NOPAT (Bt m)	406	148	(55)	44	198
invested capital (Bt m)	2,070	1,892	1,735	1,688	1,958

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 116 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AOT16C2204A, AOT16C2202A, BAM16C2204A, BANP16C2204A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2204A, BBL16C2201A, BBL16C2203A, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BGRI16C2205A, CBG16C2204A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2202A, COM716C2203A, CPAL16C2204A, CPAL16C2203A, CPF16C2205A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2202A, EA16C2205A, EA16C2201A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2205A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C2202A, GUNK16C2205A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C2204A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2205A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2205A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2205A, KCE16C2201A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MINT16C2204A, MINT16C2203A, MTC16C2204A, MTC16C2202A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2201A, PTT16C2203A, PTTE16C2203A, RBF16C2202A, RS16C2205A, RS16C2201A, S5016P2203B, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016C2112D, S5016C2203A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112C, S5016P2112D, S5016P2203A, SAWA16C2204A, SAWA16C2202A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCGP16C2201A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2203A, STA16C2201A, STEC16C2204A, STEC16C2201A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TU16C2204A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASCO, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาต จากัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จากัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จากัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 21.2 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมู่ศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท 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 นิจการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Thematic Research, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

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

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

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

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

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรัชดา ศรทรง
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

พลังงาน , ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

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

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

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

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชนันท์ 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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลิภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

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

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

วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุเนตร รักษาวัด
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

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

สุจินตนา สถาพร
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