

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 6.00

(From: Bt 5.00)

Upside : 31.0%

6 JANUARY 2022

Small Cap Research

Stark Corporation Pcl. (STARK TB)

ส่งออกหนุนการเติบโต

เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” STARK โดยมองแนวโน้มการเติบโตกำไรแข็งแกร่งยิ่งขึ้นที่เฉลี่ย 31% ต่อปีในช่วงปี 2021-23F เราปรับประมาณการกำไรขึ้น 23-28% สำหรับปี 2021-23F จากการขยายธุรกิจตลาดส่งออก และความต้องการใช้งานสายไฟฟ้าที่แข็งแกร่งกว่าคาดทั้งในไทยและเวียดนาม

ปรับเพิ่มประมาณการกำไร

เราปรับประมาณการกำไรของ STARK ขึ้น 23-28% ในปี 2021-23F และปรับราคาเป้าหมาย (ปี 2022F) เป็น 6.0 บาท (เดิม 5.0 บาท) 1) การเติบโตโดยยอดขายจากการส่งออกที่ดีกว่าคาด โดย STARK อาศัยประโยชน์จากต้นทุนการผลิตที่ต่ำ และไม่ต้องเสียภาษีในการนำเข้าสายไฟฟ้าที่ผลิตในเวียดนามและไทย ในประเทศพัฒนาแล้วหลายประเทศจากการมีสัญญา FTA 2) การใช้สายไฟฟ้าแรงสูงและสายไฟฟ้าแบบพิเศษที่มากกว่าคาดในระบบสายส่งไฟฟ้าสมัยใหม่ และโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนที่เติบโตดีในทั้งสองประเทศ 3) แม้จะมีการระบาดของโควิด-19 แต่เราคาดการณ์การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานจะเริ่มกลับมาในปี 2022-23F หนุนโดยเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวและแผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้า (PDP) ใหม่ของไทยและเวียดนาม ด้วย EPS ที่เติบโตเฉลี่ย 31% ในปี 2021-23F เราคงคำแนะนำ “ซื้อ”

การส่งออกเป็นปัจจัยหนุนการเติบโตใหม่

STARK คาดการส่งออกจะเพิ่มเป็น 20% ของยอดขายรวมในปี 2021F (จาก 13% ในปี 2020) โดยเราคาดการณ์การส่งออกจะเพิ่มต่อเป็น 23/25% ของยอดขาย ในปี 2022-23F เนื่องจากความสำเร็จของ STARK ในการเจาะตลาดสายไฟฟ้าอาคารในประเทศสหรัฐ ซึ่งเราขายยอดขายไปสหรัฐนี้ผ่านผู้จัดจำหน่ายท้องถิ่นสองรายจะเพิ่มเป็นสองเท่าในปี 2022F เดิมการส่งออกส่วนใหญ่ของ STARK เป็นคำสั่งซื้อรายโครงการจากผู้รับเหมาวิศวกรรม (EPC) ทั่วโลก ซึ่งมีความผันผวนสูงในแต่ละช่วงเวลา อีกทั้งผลิตภัณฑ์ที่ส่งออกจะถูกผลิตในประเทศไทย แต่ปัจจุบัน STARK ได้รับใบรับรองสำหรับส่งออกจากโรงงานในประเทศเวียดนามแล้ว ซึ่งมีข้อดีของการค้าเสรี (FTA) และไม่เสียภาษีนำเข้ากับหลายประเทศมากกว่าไทย ทำให้ STARK ตั้งเป้าเพิ่มจำนวนลูกค้าในสหรัฐ และขยายไปสู่อเมริกากลาง เราขายยอดขายรวมของ STARK เติบโต 17/13/10% ในปี 2022-24F

ความต้องการกลุ่มสินค้าระดับไฮเอนด์เพิ่มขึ้น

เราคาดว่า STARK จะยังมีแนวโน้มอัตรากำไรขึ้นต้นสูงขึ้นต่อเนื่องจาก 21% ในปี 2021F เป็น 24% ในปี 2024F จากประโยชน์ของการประหยัดต่อขนาด และสัดส่วนยอดขายผลิตภัณฑ์ไฮเอนด์ที่เพิ่มขึ้น ความต้องการใช้งานสายไฟฟ้ามีแนวโน้มไปทางกลุ่มสินค้ามาร์จิ้นสูง (สายไฟฟ้าแรงดันสูง และสายไฟฟ้าแบบพิเศษ) เพื่อรองรับการเปลี่ยนผ่านระบบส่งไฟฟ้าจากแบบอากาศลงเป็นระบบใต้ดิน การพัฒนาโครงการโซลาร์ลอยน้ำในไทย และโครงการกังหันลมนอกชายฝั่งในเวียดนาม การเปลี่ยนผ่านตลาดไฟฟ้าเป็นรูปแบบ P2P และระบบสมาร์ตกริด จากการที่ STARK เป็นผู้ผลิตสายไฟฟ้าที่ผลิตสายไฟฟ้าใต้ดิน 230kV ใต้ในไทย และสายไฟฟ้า 230kV แบบปกติในเวียดนาม จึงมีโอกาสมากที่จะได้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่ม เราคาดว่าสายไฟฟ้าแรงสูงจะเป็น 41% ของยอดขายในปี 2024F (จาก 28% ในปี 2020)

สองแผน PDP ใหม่

เรามองว่า STARK จะเป็นผู้ได้ประโยชน์จากแผน PDP ใหม่ทั้งของไทย (PDP-2022) และเวียดนาม (PDP-8) ซึ่งคาดว่าจะออกมาในปี 2022 เราคาดว่า PDP ของไทยน่าจะผลักดันการขยายสายส่งมากขึ้น ในขณะที่ PDP ของเวียดนามน่าจะส่งเสริมทั้งการเติบโตของการกำลังการผลิตไฟฟ้า และการขยายโครงสร้างพื้นฐานระบบสายส่งเพื่อรองรับการเติบโตของประเทศและการพัฒนาพลังงานทดแทนที่มากขึ้น



NUTTAPOL PRASITSUKSANT

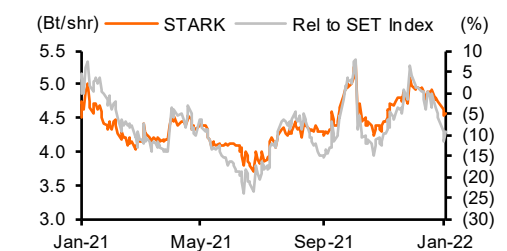
662-779-9107

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	16,858	23,658	27,560	31,203
Net profit	1,609	2,211	2,996	3,777
Consensus NP	—	1,726	2,404	3,079
Diff frm cons (%)	—	28.1	24.6	22.7
Norm profit	1,095	2,211	2,996	3,777
Prev. Norm profit	—	1,726	2,404	3,079
Chg frm prev (%)	—	28.1	24.6	22.7
Norm EPS (Bt)	0.1	0.1	0.2	0.2
Norm EPS grw (%)	629.2	101.8	35.5	26.1
Norm PE (x)	66.4	32.9	24.3	19.3
EV/EBITDA (x)	33.7	19.0	15.1	12.5
P/BV (x)	19.6	13.5	10.3	8.0
Div yield (%)	0.0	1.5	2.1	2.6
ROE (%)	36.7	48.7	48.2	46.6
Net D/E (%)	291.5	180.1	135.4	103.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 6-Jan-22 (Bt)	4.58
Market Cap (US\$ m)	1,627.6
Listed Shares (m shares)	11,906.4
Free Float (%)	28.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	10.1
12M Price H/L (Bt)	5.30/3.72
Sector	Industrial Materials & Machinery
Major Shareholder	K.Vonnarat Tangkaravakoon
	48.69%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

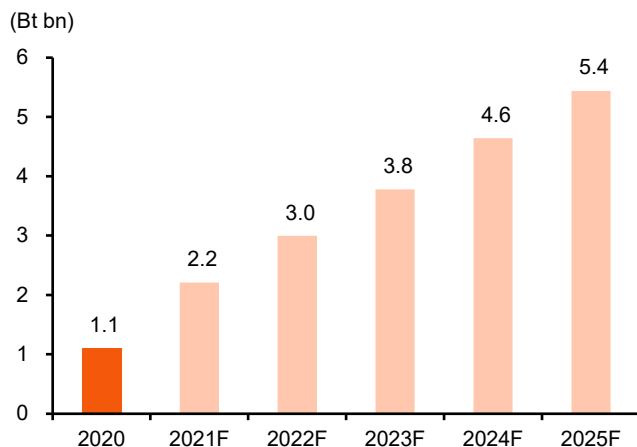
กรุณาดาวน์โหลดรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

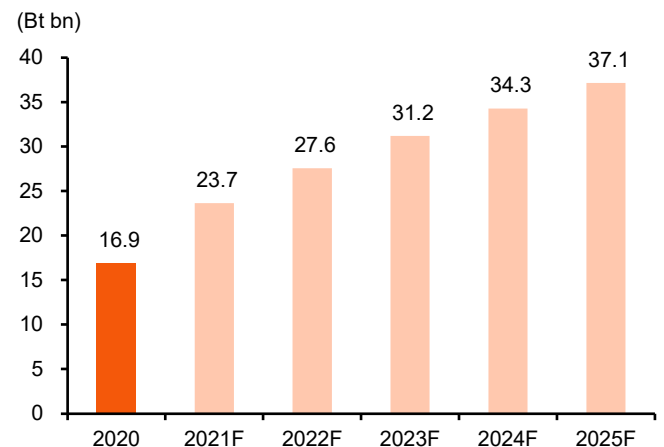
Ex 1: Key Assumption Changes

	2021F	2022F	2023F	2024F
Total revenues (Bt bn)				
- New	23.7	27.6	31.2	34.3
- Old	20.2	23.3	26.6	29.5
- Change (%)	17.2	18.4	17.4	16.3
Gross margin (%)				
- New	21.4	22.5	23.6	24.4
- Old	20.0	21.5	22.5	23.3
- Change (pp)	1.3	1.0	1.1	1.1

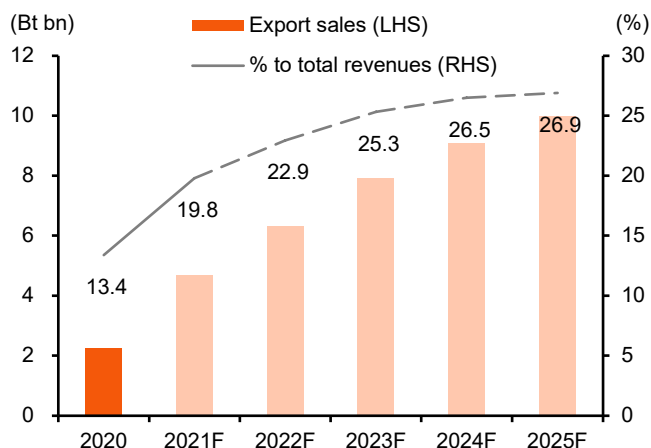
Source: Thanachart estimates

Ex 2: Strong Earnings Growth Outlook ...

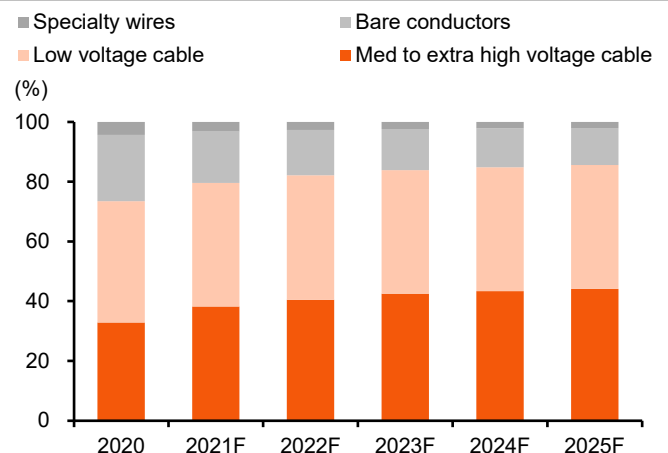
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: ... Supported By Rising Revenue Trend

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Exports Are A New Growth Driver

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Increasing Mix Of High-Voltage Cable Sales

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: 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)	5,278	6,410	7,439	8,319	9,132	9,809	10,399	10,883	11,245	11,618	12,004	—
Free cash flow	1,379	21,845	3,744	4,884	5,893	6,530	7,086	7,495	7,804	8,078	8,361	128,263
PV of free cash flow	1,280	18,830	2,996	3,627	3,976	4,073	4,085	3,994	3,844	3,678	3,356	51,478
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	7.7											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	105,217											
Net debt (2021F)	9,792											
Minority interest	70											
Equity value	95,355											
# of shares *	15,875											
Equity value/share (Bt)	6.00											

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 7: 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	102.2	29.5	23.9	18.5	2.7	2.5	8.7	7.7	0.9	1.1
nVent Electric PLC	NVT US	Britain	na	10.1	19.3	17.5	2.5	2.4	15.4	13.7	1.9	2.0
TE Connectivity Ltd	TEL US	Switzerland	(5.6)	8.7	24.8	22.9	5.2	4.5	16.0	15.3	1.2	1.2
Huber + Suhner AG	HUBN SW	Switzerland	41.7	8.0	22.6	20.9	2.6	2.5	12.2	11.4	2.1	2.3
Topsec Technologies Group	002212 CH	China	67.8	40.0	32.3	23.1	2.2	2.0	27.8	19.8	0.2	0.3
Yangtze Optical Fibre & Cabl	601869 CH	China	42.1	11.7	30.8	27.6	2.4	2.2	17.6	13.0	0.9	1.0
Interlink Telecom PCL	ITEL TB	Thailand	(8.3)	9.1	34.5	31.7	2.6	2.6	15.4	14.0	1.6	1.8
Stark Corporation *	STARK TB	Thailand	101.8	35.5	32.9	24.3	13.5	10.3	19.0	15.1	1.5	2.1
Average			48.8	19.1	27.6	23.3	4.2	3.6	16.5	13.7	1.3	1.5

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 6 Jan 2022 closing prices

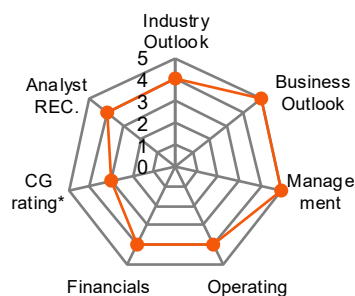
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

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)	5.90	6.00	2%
Net profit 21F (Bt m)	1,726	2,211	28%
Net profit 22F (Bt m)	2,404	2,996	25%
Consensus REC	BUY: 2	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราสูงกว่าของตลาดถึง 25-28% เนื่องจากเราอยู่ในช่วงเริ่มต้นในการรวมยอดส่งออกที่เพิ่มขึ้น
- อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราสอดคล้องกับของตลาด ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นเพราะสมมติฐานที่ระมัดระวังมากขึ้นของเราต่อแนวโน้มอัตรากำไรในระยะยาวของ STARK

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความก้าวหน้าของโครงสร้างพื้นฐานในประเทศไทยและเวียดนามที่ช้ากว่าที่คาดไว้ ทั้งจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายของรัฐบาล หรือความล่าช้าในการก่อสร้างอาจเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการกำไรของเรา
- แผนการขยายกำลังการผลิต และความสามารถในการเพิ่มกำลังการผลิตใหม่ที่ช้ากว่าที่คาดไว้ เป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการของเรา
- ความต้องการผลิตภัณฑ์ระดับไฮเอนด์ที่ต่ำกว่าที่คาดไว้จะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่ออัตรากำไร ดังนั้นจะกระทบต่อประมาณการกำไรของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Rising sales from higher local demand and higher contribution from exports

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	11,529	16,858	23,658	27,560	31,203
Cost of sales	10,103	13,869	18,606	21,366	23,854
Gross profit	1,426	2,989	5,052	6,194	7,349
% gross margin	12.4%	17.7%	21.4%	22.5%	23.6%
Selling & administration expenses	607	866	1,225	1,344	1,437
Operating profit	819	2,123	3,827	4,851	5,912
% operating margin	7.1%	12.6%	16.2%	17.6%	18.9%
Depreciation & amortization	193	357	515	608	684
EBITDA	1,012	2,480	4,342	5,459	6,596
% EBITDA margin	8.8%	14.7%	18.4%	19.8%	21.1%
Non-operating income	79	60	60	68	80
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(487)	(660)	(920)	(901)	(930)
Pre-tax profit	410	1,523	2,967	4,017	5,062
Income tax	145	419	742	1,004	1,266
After-tax profit	265	1,104	2,225	3,013	3,797
% net margin	2.3%	6.5%	9.4%	10.9%	12.2%
Shares in affiliates' Earnings	3	1	0	0	0
Minority interests	(118)	(10)	(15)	(17)	(20)
Extraordinary items	(26)	513	0	0	0
NET PROFIT	124	1,609	2,211	2,996	3,777
Normalized profit	150	1,095	2,211	2,996	3,777
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

Strengthening balance sheet with an improving operational performance

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	8,707	16,331	20,236	22,769	25,896
Cash & cash equivalent	1,431	1,156	1,000	1,500	2,000
Account receivables	3,465	6,042	8,102	9,061	10,259
Inventories	3,671	8,618	10,705	11,707	13,071
Others	140	515	430	501	567
Investments & loans	300	344	344	344	344
Net fixed assets	2,604	4,213	4,325	5,398	6,900
Other assets	1,044	6,429	5,838	5,379	4,813
Total assets	12,655	27,316	30,744	33,890	37,954
LIABILITIES:					
Current liabilities:	8,138	19,649	18,938	19,672	21,401
Account payables	4,788	10,248	12,744	13,463	15,032
Bank overdraft & ST loans	2,528	7,761	3,237	2,795	2,886
Current LT debt	666	1,057	2,266	2,515	2,598
Others current liabilities	155	583	690	898	886
Total LT debt	1,754	3,310	5,288	5,869	6,061
Others LT liabilities	450	594	1,082	1,201	1,241
Total liabilities	10,341	23,553	25,307	26,742	28,703
Minority interest	46	55	70	87	107
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	4,593	6,287	8,371
Shareholders' equity	2,268	3,709	5,367	7,061	9,144
Liabilities & equity	12,655	27,316	30,744	33,890	37,954

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

*Operating cash flows
easily cover capex for
plant expansion*

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	410	1,523	2,967	4,017	5,062
Tax paid	(129)	(205)	(758)	(886)	(1,257)
Depreciation & amortization	193	357	515	608	684
Chg In working capital	(547)	(2,064)	(1,651)	(1,242)	(993)
Chg In other CA & CL / minorities	(820)	15	(1)	18	(87)
Cash flow from operations	(892)	(374)	1,073	2,516	3,409
Capex	(405)	(1,924)	(500)	(1,500)	(2,000)
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)	1,452	597	519
Cash flow from investments	(328)	(7,558)	661	(1,103)	(1,581)
Debt financing	197	7,825	(1,337)	388	365
Capital increase	1,795	(432)	(0)	0	0
Dividends paid	0	0	(553)	(1,302)	(1,693)
Warrants & other surplus	4	264	0	0	0
Cash flow from financing	1,996	7,657	(1,889)	(913)	(1,328)
Free cash flow	(1,297)	(2,297)	573	1,016	1,409

VALUATION

*We see its high multiples
as justified by its strong
earnings growth outlook*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	484.1	66.4	32.9	24.3	19.3
Normalized PE - at target price (x)	634.2	87.0	43.1	31.8	25.2
PE (x)	586.7	45.2	32.9	24.3	19.3
PE - at target price (x)	768.6	59.2	43.1	31.8	25.2
EV/EBITDA (x)	75.4	33.7	19.0	15.1	12.5
EV/EBITDA - at target price (x)	97.6	42.8	24.2	19.2	15.9
P/BV (x)	32.1	19.6	13.5	10.3	8.0
P/BV - at target price (x)	42.0	25.7	17.7	13.5	10.4
P/CFO (x)	(81.5)	(194.5)	67.8	28.9	21.3
Price/sales (x)	4.7	3.2	2.3	2.0	1.7
Dividend yield (%)	0.0	0.0	1.5	2.1	2.6
FCF Yield (%)	(1.8)	(3.2)	0.8	1.4	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	0.6
CFO/share	(0.1)	(0.0)	0.1	0.2	0.2
FCF/share	(0.1)	(0.1)	0.0	0.1	0.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(2.7)	46.2	40.3	16.5	13.2
Net profit (%)	(76.4)	1,198.1	37.4	35.5	26.1
EPS (%)	(76.4)	1,198.1	37.4	35.5	26.1
Normalized profit (%)	(66.9)	629.2	101.8	35.5	26.1
Normalized EPS (%)	(66.9)	629.2	101.8	35.5	26.1
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	12.4	17.7	21.4	22.5	23.6
Operating margin (%)	7.1	12.6	16.2	17.6	18.9
EBITDA margin (%)	8.8	14.7	18.4	19.8	21.1
Net margin (%)	2.3	6.5	9.4	10.9	12.2
D/E (incl. minor) (x)	2.1	3.2	2.0	1.6	1.2
Net D/E (incl. minor) (x)	1.5	2.9	1.8	1.4	1.0
Interest coverage - EBIT (x)	1.7	3.2	4.2	5.4	6.4
Interest coverage - EBITDA (x)	2.1	3.8	4.7	6.1	7.1
ROA - using norm profit (%)	1.1	5.5	7.6	9.3	10.5
ROE - using norm profit (%)	9.2	36.7	48.7	48.2	46.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	16.3	36.9	49.0	48.5	46.9
- asset turnover (x)	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9
- operating margin (%)	7.8	12.9	16.4	17.8	19.2
- leverage (x)	8.1	6.7	6.4	5.2	4.4
- interest burden (%)	45.7	69.8	76.3	81.7	84.5
- 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	19.6	24.0	26.5
NOPAT (Bt m)	529	1,539	2,870	3,638	4,434
invested capital (Bt m)	5,785	14,681	15,158	16,741	18,690

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ 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 108 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2201A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AOT16C2204A, AOT16C2202A, BAM16C2204A, BANP16C2204A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2204A, BBL16C2201A, BBL16C2203A, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BGRI16C2205A, CBG16C2204A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2202A, COM716C2203A, CPAL16C2204A, CPAL16C2203A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2202A, EA16C2201A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C2202A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C2204A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2205A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2201A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MINT16C2204A, MINT16C2203A, MTC16C2204A, MTC16C2202A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2201A, PTT16C2203A, PTTE16C2203A, RBF16C2202A, RS16C2201A, 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, TESCO, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิซซิง 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 ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรชมิล 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 มีการรวมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ 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

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

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรัชดา ศรีทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นริศพร คณังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
naripom.kla@thanachartsec.co.th

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

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

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

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

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

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ คุณเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

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

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้าน
รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชานันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@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

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

สุนทร รักษาวัต
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

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

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

Thanachart Securities Pcl.

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