

BUY (Unchanged)

TP: Bt 17.50

(Unchanged)

Change in Numbers

Upside : 14.4%

13 JANUARY 2022

## Sino-Thai Eng. &amp; Cons. (STEC TB)

## กลับมาดำเนินงานปกติ

หลังจากกำไรสะอาดจากผลกระทบจากการล็อกดาวน์ในปีที่แล้ว เราคาดว่า STEC จะกลับมาดำเนินการตามปกติในปีนี้ และคาดว่า EPS จะเติบโต 48% และคาดจะเติบโตอีก 22% ในปี 2023F จากมูลค่างานในมือที่เพิ่มขึ้นจากอย่างน้อย 2 โครงการใหญ่ที่มีโอกาสชนะในปีนี้ คงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 17.50 บาท



SAKSID PHADTHANANARAK

662 - 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

## กลับมาเติบโต

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" STEC หลังการดำเนินงานสะดุดในช่วงล็อกดาวน์เมื่อปีที่แล้ว 1) STEC กลับมาดำเนินงานเป็นปกติตั้งแต่ 4Q21F และเราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัว 48% ในปี 2022F (จากที่ลดลง 31% ในปี 2021F) 2) เราคาดว่างานในมือของ STEC จะเติบโตจาก 7.9 หมื่นลบ. ณ สิ้นปี 2021F ซึ่งสูงที่สุดเป็นอันดับสองของกลุ่มฯ เป็น 9.6 หมื่นลบ. ในปีนี้ โดยมีโอกาสชนะโครงการใหม่ 2 โครงการ 3) ความกังวลต่อต้นทุนวัสดุก่อสร้างที่สูงขึ้น โดยเฉพาะเหล็กไม่ใช่เรื่องใหม่ และปัจจัยลบนี้จะได้รับการชดเชยด้วยอัตรากำไรที่เป็นบวกจากการแล้วเสร็จของโครงการรัฐสภาใหม่ที่ไม่ว่าทำกำไรตั้งแต่เดือนพ.ค. 2021 และ 4) มูลค่าไม่แพง ซื้อขายที่ 26 เท่า PE ในปี 2022F และ 22 เท่า ในปี 2023F เทียบกับ PE เฉลี่ยในอดีตที่ 30 เท่า ในปี 2015-21

## มีงานในมือมากที่สุด และเติบโตต่อเนื่อง

ในบรรดา 4 ผู้รับเหมารายใหญ่ของไทย เราคาดว่า STEC จะมีมูลค่างานในมือมากที่สุดเป็นอันดับสองที่ 7.9 หมื่นลบ. ณ สิ้นปี 2021F และคาดว่า ณ สิ้นสุดปี 2022F มูลค่างานในมือจะอยู่ที่ 9.6 หมื่นลบ. (3 เท่า ของรายได้ปี 2022F) จาก 2 โครงการใหม่ มูลค่ารวมอย่างน้อย 4.7 หมื่นลบ. หลังหักการรับรู้รายได้ 3.0 หมื่นลบ. ในปี 2022F โดย 2 โครงการใหม่ ได้แก่ 1) มูลค่างานก่อสร้าง 2.7 หมื่นลบ. ของโครงการสนามบินอุตะเอาระยะแรก ซึ่ง STEC ชนะไปแล้ว แต่ยังไม่ได้ลงนามในสัญญา และ 2) 2.0 หมื่นลบ. จากโครงการรถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้มูลค่า 7.9 หมื่นลบ. ซึ่ง STEC ได้จัดตั้งบริษัทร่วมทุนกับบมจ.การช่าง (CK) เพื่อประมูล เราคาดว่าบริษัทร่วมทุนจะชนะโครงการมูลค่า 4.0 หมื่นลบ. โดย STEC จะได้ 2.0 หมื่นลบ.

## โครงการในแผนในปี 2023F

ด้วยเราเลือกที่จะประมาณการอย่างระมัดระวังในปีที่อาจมีการเลือกตั้งประมาณการมูลค่างานในมือในปีนี้ของเราจึงรวมเพียง 2 โครงการที่กล่าวข้างต้น ซึ่งการประมูลโครงการใหม่อื่นๆ อาจล่าช้าไปยังปี 2023F และเราเลื่อนมูลค่างานของ 2 โครงการหลักไปใส่ไว้ในมูลค่างานในมือของปี 2023F ซึ่ง 2 โครงการเหล่านี้ ได้แก่ 1) เราคาดว่า STEC จะได้รับงานมูลค่า 1.7 หมื่นลบ. จากโครงการส่วนต่อขยายรถไฟฟ้าสายสีแดงมูลค่า 1.03 แสนลบ. และ 2) มูลค่างาน 1.3 หมื่นลบ. จากมูลค่างานคงเหลือ 2.64 แสนลบ. ของโครงการรถไฟรางคู่ระยะที่สองของรัฐบาล

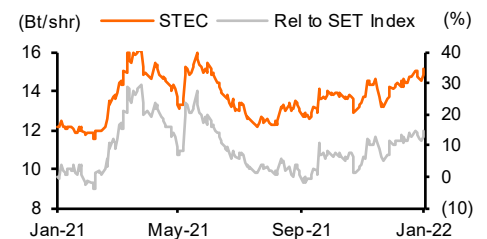
## แนวโน้มอัตรากำไร

มีความกังวลเกี่ยวกับราคาวัสดุก่อสร้างที่พุ่งสูงขึ้น โดยเฉพาะเหล็ก (ดู Exhibit 3) อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของ STEC จะอยู่ที่ 5.5/5.7% ในปี 2022-23F เทียบกับ 5.6/4.4/4.4% ในปี 2019-21F เนื่องจากราคาเหล็กสูงขึ้นตั้งแต่ปลายปี 2020 เราเชื่อว่าราคาที่สูงนี้ไม่ใช่เรื่องใหม่ และสะท้อนไปในผลการดำเนินงาน 2021 แล้ว ขณะที่โครงการก่อสร้างรัฐสภาแห่งใหม่ที่ไม่ว่าทำกำไรแล้วเสร็จในเดือนพ.ค.2021 จะช่วยให้สัดส่วนอัตรากำไรของ STEC ดีขึ้นในปีนี้ สัญญาที่มีค่า K จะช่วยให้ STEC สามารถส่งต่อต้นทุนที่เพิ่มขึ้นบางส่วนไปยังรัฐบาลได้

## COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	35,841	27,594	30,082	34,292
Net profit	1,093	598	885	1,082
Consensus NP	—	542	1,137	1,289
Diff frm cons (%)	—	10.2	(22.2)	(16.1)
Norm profit	867	598	885	1,082
Prev. Norm profit	—	177	883	1,090
Chg frm prev (%)	—	238.1	0.3	(0.7)
Norm EPS (Bt)	0.6	0.4	0.6	0.7
Norm EPS grw (%)	(39.5)	(31.1)	48.1	22.2
Norm PE (x)	26.9	39.0	26.4	21.6
EV/EBITDA (x)	9.1	10.0	7.5	6.3
P/BV (x)	1.6	1.6	1.5	1.5
Div yield (%)	2.0	0.8	1.3	1.9
ROE (%)	6.0	4.1	5.9	6.9
Net D/E (%)	(37.4)	(48.9)	(51.0)	(54.5)

## PRICE PERFORMANCE



## COMPANY INFORMATION

Price as of 13-Jan-22 (Bt)	15.30
Market Cap (US\$ m)	702.6
Listed Shares (m shares)	1,525.1
Free Float (%)	65.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	4.9
12M Price H/L (Bt)	16.10/11.50
Sector	Construction
Major Shareholder	Chanvirakul family 21.7%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



**Ex 1: Key Assumption Changes**

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>New work value (Bt bn)</b>					
New	15.3	25.3	30.0	47.0	30.0
Old			33.0	47.0	30.0
Change (%)			(9.1)	—	—
<b>Normalized profit (Bt m)</b>					
New	1,434	867	598	885	1,082
Old			177	883	1,090
Change (%)			238.1	0.3	(0.7)
<b>Gross margin (%)</b>					
New	5.6	4.4	4.4	5.5	5.7
Old			3.0	5.5	5.6
Change (pp)			1.4	—	0.1

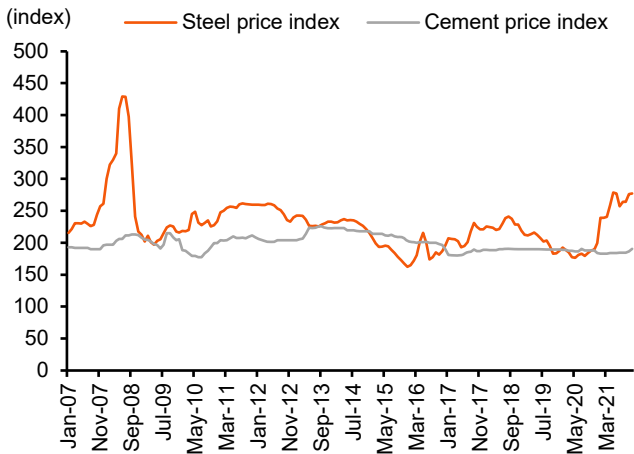
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: STEC's Potential New Work Value**

Projects	Project Value (Bt bn)	Construction Value (Bt bn)	Chance (%)	New work in 2021F (Bt bn)	New work in 2022F (Bt bn)	New work in 2023F (Bt bn)
<b>Backlog value as of end 2020</b>				<b>77</b>		
<b>Newly signed contracts</b>						
Government Center Zone C				6		
Ayudhaya Diversion Canal				3		
Double-track Denchai - Chiang Khong				17		
Others				3		
<b>To-be-signed contracts</b>						
U-Tapao Airport's First Phase	31	27	100	-	27	-
<b>Potential projects</b>						
South Purple Line	125	79	25	-	20	-
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
Double-track Hat Yai - Padang Besar	7	7	5	-	-	0
Double-track Chumphon -Surat Thani	23	23	5	-	-	1
Double-track Surat Thani - Songkhla	56	56	5	-	-	3
Double-track Paknam Po - Den Chai	59	59	5	-	-	3
Double-track Den Chai - Chiang Mai	58	58	5	-	-	3
<b>Total new work value</b>				<b>30</b>	<b>47</b>	<b>30</b>
<b>Backlog at year end</b>				<b>79</b>	<b>96</b>	<b>92</b>

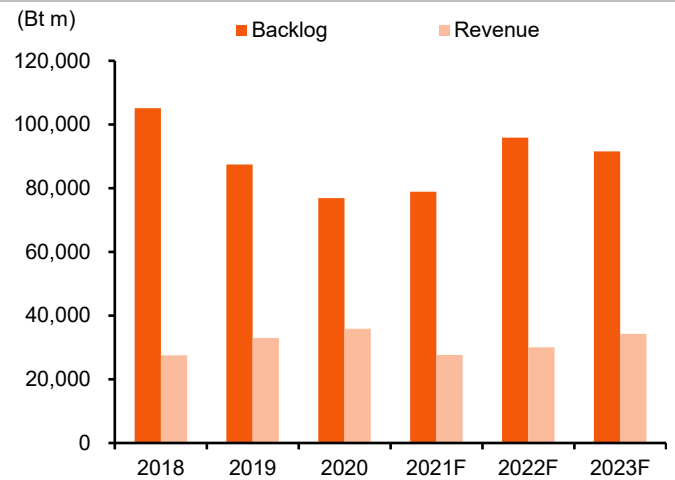
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 3: Steel & Cement Price Index**



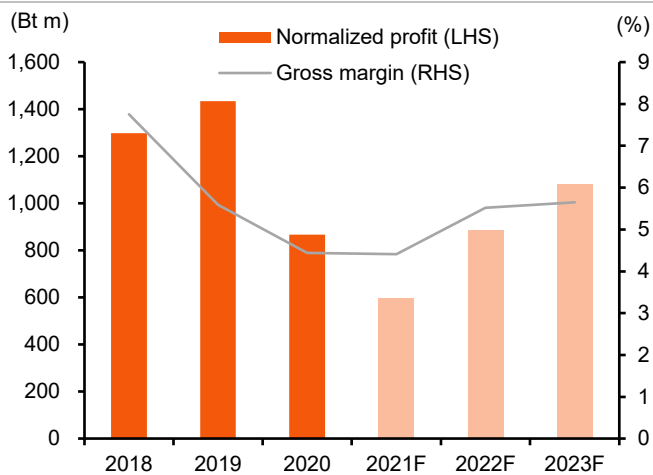
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 4: STEC's Backlog Value Vs. Revenue**



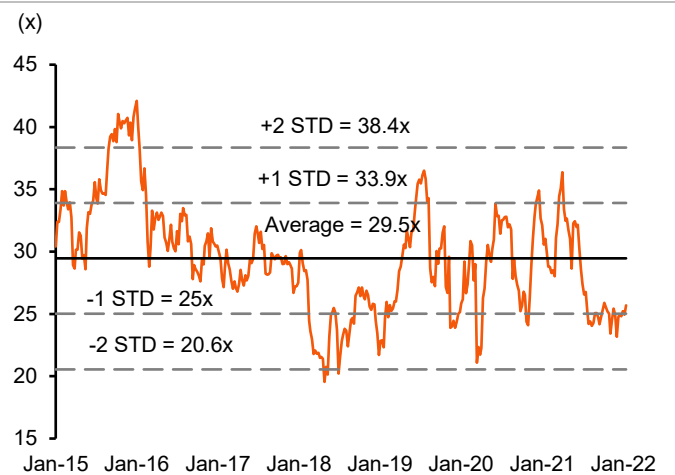
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 3: STEC's Gross Margin Vs. Earnings**



Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 4: STEC's PE Standard Deviation**



Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 5: 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	1,978	2,233	2,341	2,396	2,384	2,263	2,221	2,201	2,265	2,329	2,393	—	
Free cash flow	320	502	612	841	854	857	829	848	860	925	925	11,345	
PV of free cash flow	319	420	468	578	534	488	430	400	370	346	314	3,851	
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.0												
WACC (%)	9.3												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	8,519												
Net debt (2021F)	(7,269)												
Minority interest	290												
Equity value	15,498												
# of shares (m)	1,525												
<b>Equity value/share (Bt)</b>	<b>10.2</b>												
<b>Sum-of-the-parts calculation</b>												<b>% holding</b>	<b>(Bt m)</b>
<b>Enterprise value from construction business</b>													<b>8,519</b>
<b>Investment equity value</b>													<b>10,918</b>
TSE												9.00%	572
BSR JV												15.00%	1,523
GULF												1.88%	8,823
<b>Total enterprise value</b>													<b>19,437</b>
(Less) Net debt (2021F)													(7,269)
(Less) Minority interest													290
<b>Total enterprise value</b>													<b>26,415</b>
# of shares (fully diluted) (m shares)													1,525
<b>Sum of the parts (SOTP) (Bt/share)</b>													<b>17.5</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

## Ex 6: Peer Valuation Comparison

Name	BBG code	Current	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
		Price (Bt)	21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Italian-Thai Devel.	ITD TB	2.24	44.8	62.5	na	na	1.0	1.0	17.2	15.0	na	na
Sriracha Construction	SRICHA TB	15.70	165.8	18.9	12.9	10.8	2.9	2.7	8.1	6.9	6.7	7.6
Unique Engineering	UNIQ TB	6.25	(75.5)	280.0	125.0	32.9	na	na	11.3	10.0	na	na
CH Karnchang*	CK TB	22.90	na	na	na	68.8	1.5	1.5	na	341.4	0.2	0.6
Pylon Pcl*	PYLON TB	5.15	(80.7)	245.3	110.9	32.1	4.0	3.6	26.7	14.7	0.5	2.3
Seafo Pcl*	SEAFKO TB	4.58	na	na	na	24.2	2.3	2.1	24.9	9.9	0.0	2.1
Sino Thai Eng. & Cons*	STEC TB	15.30	(31.1)	48.1	39.0	26.4	1.6	1.5	10.0	7.5	0.8	1.3
<b>Average</b>			<b>4.7</b>	<b>131.0</b>	<b>72.0</b>	<b>32.5</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>	<b>16.4</b>	<b>57.9</b>	<b>1.6</b>	<b>2.8</b>

Source: Bloomberg

Note: \* Thanachart estimates using normalized EPS growth

Based on 13-Jan-22 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ซีโน-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

## CONSENSUS COMPARISON

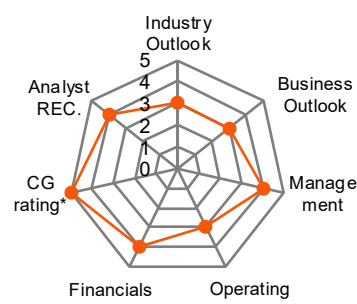
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	17.91	17.50	-2%
Net profit 21F (Bt m)	542	598	10%
Net profit 22F (Bt m)	1,137	885	-22%
Consensus REC	BUY: 14	HOLD: 2	SELL: 1

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- คาดการณ์กำไรของเราปี 2022F ต่ำกว่าตลาด 22% เนื่องจากเราเชื่อว่าเป็นเพราะเราให้สมมติฐานรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นที่ระมัดระวังมากขึ้น เนื่องจากการขาดแคลนของแรงงานและการประมูลโครงการเมกะโปรเจกต์ที่ล่าช้า
- แต่ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาดเล็กน้อย เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อกำไรในระยะยาวของบริษัทฯ

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## 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 และการใช้เวลาในการดำเนินงานของภาครัฐ ทำให้การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานล่าช้าออกไป
- ราคาวัสดุก่อสร้างที่ผันผวน เป็นความเสี่ยงหลัก และคาดว่าราคาน่าจะเพิ่มขึ้นในปีหน้า

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากการดำเนินการโครงการโครงสร้างพื้นฐานนั้นช้ากว่าที่เราคาดไว้ จะกระตุ้นให้เราปรับลดสมมติฐานมูลค่างานใหม่และการคาดการณ์กำไรของเรา
- ต้นทุนวัสดุก่อสร้างมีสัดส่วนราว 50-60% ของต้นทุนรวมของ STEC ดังนั้นราคาที่สูงขึ้น จึงเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- การฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่อ่อนแอกว่าคาดอาจส่งผลเชิงลบอย่างมากต่อความเชื่อมั่นของประชาชนและการลงทุนใหม่

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	32,992	35,841	27,594	30,082	34,292
Cost of sales	31,149	34,249	26,378	28,421	32,354
<b>Gross profit</b>	<b>1,843</b>	<b>1,591</b>	<b>1,216</b>	<b>1,661</b>	<b>1,937</b>
% gross margin	5.6%	4.4%	4.4%	5.5%	5.7%
Selling & administration expenses	530	686	717	752	789
<b>Operating profit</b>	<b>1,313</b>	<b>906</b>	<b>499</b>	<b>908</b>	<b>1,149</b>
% operating margin	4.0%	2.5%	1.8%	3.0%	3.4%
Depreciation & amortization	771	1,050	1,116	1,140	1,155
<b>EBITDA</b>	<b>2,084</b>	<b>1,956</b>	<b>1,614</b>	<b>2,048</b>	<b>2,304</b>
% EBITDA margin	6.3%	5.5%	5.9%	6.8%	6.7%
Non-operating income	277	166	226	201	207
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(51)	(53)	(37)	(44)	(43)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>1,539</b>	<b>1,018</b>	<b>687</b>	<b>1,065</b>	<b>1,313</b>
Income tax	326	236	124	213	263
<b>After-tax profit</b>	<b>1,213</b>	<b>782</b>	<b>564</b>	<b>852</b>	<b>1,050</b>
% net margin	3.7%	2.2%	2.0%	2.8%	3.1%
Shares in affiliates' Earnings	231	95	45	45	45
Minority interests	(11)	(10)	(11)	(12)	(14)
Extraordinary items	50	226	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>1,484</b>	<b>1,093</b>	<b>598</b>	<b>885</b>	<b>1,082</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>1,434</b>	<b>867</b>	<b>598</b>	<b>885</b>	<b>1,082</b>
EPS (Bt)	1.0	0.7	0.4	0.6	0.7
Normalized EPS (Bt)	0.9	0.6	0.4	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
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	23,149	21,095	18,950	20,634	23,408
Cash & cash equivalent	7,261	6,496	7,370	8,050	9,080
Account receivables	10,342	9,905	7,560	8,242	9,395
Inventories	4,026	3,227	2,529	2,725	3,102
Others	1,520	1,468	1,491	1,617	1,831
Investments & loans	20,440	17,326	18,926	18,926	18,926
Net fixed assets	5,556	3,223	4,177	4,607	5,023
Other assets	62	2,389	2,312	2,257	2,206
<b>Total assets</b>	<b>49,207</b>	<b>44,033</b>	<b>44,365</b>	<b>46,424</b>	<b>49,563</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	31,479	26,595	25,658	26,837	28,885
Account payables	27,802	21,673	21,681	22,581	24,110
Bank overdraft & ST loans	0	1,000	101	109	158
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	3,677	3,921	3,876	4,147	4,617
<b>Total LT debt</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Others LT liabilities	3,081	2,727	3,846	4,009	4,313
<b>Total liabilities</b>	<b>34,560</b>	<b>29,321</b>	<b>29,504</b>	<b>30,845</b>	<b>33,198</b>
Minority interest	271	279	290	302	316
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
<b>Retained earnings</b>	<b>7,886</b>	<b>8,546</b>	<b>8,684</b>	<b>9,390</b>	<b>10,162</b>
Shareholders' equity	14,377	14,433	14,571	15,277	16,048
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>49,207</b>	<b>44,033</b>	<b>44,365</b>	<b>46,424</b>	<b>49,563</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	1,539	1,018	687	1,065	1,313
Tax paid	(326)	(236)	(124)	(213)	(263)
Depreciation & amortization	771	1,050	1,116	1,140	1,155
Chg In working capital	1,492	(4,893)	3,050	23	(1)
Chg In other CA & CL / minorities	732	483	(23)	189	302
<b>Cash flow from operations</b>	<b>4,208</b>	<b>(2,577)</b>	<b>4,706</b>	<b>2,204</b>	<b>2,505</b>
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	(1,600)	0	0
Adj for asset revaluation	2,726	(605)	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	2,352	(175)	1,137	157	295
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(4,914)</b>	<b>1,244</b>	<b>(2,473)</b>	<b>(1,353)</b>	<b>(1,215)</b>
Debt financing	(1,236)	1,000	(899)	8	49
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(763)	(458)	(460)	(179)	(310)
Warrants & other surplus	(31)	25	(0)	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(2,030)</b>	<b>567</b>	<b>(1,358)</b>	<b>(172)</b>	<b>(261)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>2,328</b>	<b>(1,295)</b>	<b>2,706</b>	<b>704</b>	<b>1,005</b>

## VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	16.3	26.9	39.0	26.4	21.6
Normalized PE - at target price (x)	18.6	30.8	44.7	30.1	24.7
PE (x)	15.7	21.3	39.0	26.4	21.6
PE - at target price (x)	18.0	24.4	44.7	30.1	24.7
EV/EBITDA (x)	7.7	9.1	10.0	7.5	6.3
EV/EBITDA - at target price (x)	9.3	10.8	12.0	9.2	7.7
P/BV (x)	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5
P/BV - at target price (x)	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7
P/CFO (x)	5.5	(9.1)	5.0	10.6	9.3
Price/sales (x)	0.7	0.7	0.8	0.8	0.7
Dividend yield (%)	2.0	2.0	0.8	1.3	1.9
FCF Yield (%)	10.0	(5.5)	11.6	3.0	4.3
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.9	0.6	0.4	0.6	0.7
EPS	1.0	0.7	0.4	0.6	0.7
DPS	0.3	0.3	0.1	0.2	0.3
BV/share	9.4	9.5	9.6	10.0	10.5
CFO/share	2.8	(1.7)	3.1	1.4	1.6
FCF/share	1.5	(0.8)	1.8	0.5	0.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

*STEC's valuation looks attractive to us at 26x PE in 2022F...*

*....falling to 22x in 2023F vs. its 30x average historical PE in 2015-19*

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	19.8	8.6	(23.0)	9.0	14.0
Net profit (%)	(8.2)	(26.3)	(45.3)	48.1	22.2
EPS (%)	(8.2)	(26.3)	(45.3)	48.1	22.2
Normalized profit (%)	10.5	(39.5)	(31.1)	48.1	22.2
Normalized EPS (%)	10.5	(39.5)	(31.1)	48.1	22.2
Dividend payout ratio (%)	30.8	42.0	30.0	35.0	40.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	5.6	4.4	4.4	5.5	5.7
Operating margin (%)	4.0	2.5	1.8	3.0	3.4
EBITDA margin (%)	6.3	5.5	5.9	6.8	6.7
Net margin (%)	3.7	2.2	2.0	2.8	3.1
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.5)	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
Interest coverage - EBIT (x)	25.8	17.2	13.4	20.4	26.5
Interest coverage - EBITDA (x)	41.0	37.1	43.4	46.0	53.2
ROA - using norm profit (%)	3.0	1.9	1.4	2.0	2.3
ROE - using norm profit (%)	11.3	6.0	4.1	5.9	6.9
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	9.6	5.4	3.9	5.7	6.7
- asset turnover (x)	0.7	0.8	0.6	0.7	0.7
- operating margin (%)	4.8	3.0	2.6	3.7	4.0
- leverage (x)	3.7	3.2	3.0	3.0	3.1
- interest burden (%)	96.8	95.1	94.9	96.0	96.8
- tax burden (%)	78.8	76.8	82.0	80.0	80.0
WACC (%)	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3
ROIC (%)	47.0	9.8	4.6	10.0	12.5
NOPAT (Bt m)	1,035	696	409	727	919
invested capital (Bt m)	7,116	8,937	7,302	7,336	7,127

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) 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, TESCO, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชอาณาจักรไทย จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอติฉิน ใต้สังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ 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 นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

### Thematic Research, กระจดาษ

จักร เรื่องสินภญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

### สาธาณูปโภค, สือสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

### อิล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เเดนเรื่อ

พัทธดนย์ บุนนาค

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

### อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

### ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

### ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรชดา สรทรง

Tel: 662-779-9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

### ขนส่ง, รัมเบมา

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, ปีโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ

Tel: 662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

### นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

### ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ 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 จิตกุล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

### วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

### สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

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