

BUY (Unchanged)

TP: Bt 6.40

(From: Bt 6.00)

Change in Numbers

Upside : 46.1%

8 MARCH 2022

Stark Corporation Pcl. (STARK TB)

ไม่มีผลกระทบต่อการเติบโต

เราคาด STARK จะมีกำไรเติบโต 27% ต่อปีในช่วงปี 2022-24F จากทั้งรายได้ที่เพิ่มขึ้นและอัตรากำไรที่สูงขึ้น โดย STARK สามารถส่งผ่านต้นทุนที่เพิ่มขึ้นให้ลูกค้าได้ จึงได้ประโยชน์เต็มที่จากแนวโน้มการใช้ผลิตภัณฑ์ที่มีอัตรากำไรสูงเพิ่มขึ้นในอุตสาหกรรม เราคงแนะนำ "ซื้อ" และปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 6.4 บาท หลังปรับประมาณการกำไรขึ้น

คงคำแนะนำ "ซื้อ"

เรายังแนะนำ "ซื้อ" STARK เป็นหนึ่งใน Top Pick กลุ่มสาธารณูปโภคของเร โดยเหตุผล 3 ประการ 1) เรายังคงขอบอุตสาหกรรมระบบสายส่งไฟฟ้ามากกว่าการผลิต จากแนวโน้มการเติบโตที่ดีกว่าและฝั่งโรงไฟฟ้ายังกำลังได้รับผลกระทบอย่างหนักจากราคาเชื้อเพลิงที่สูงขึ้น 2) เราคิดว่ากำไร STARK เติบโต 27% ต่อปี ในช่วงปี 2022-24F จากความต้องการสายไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นในประเทศ (ไทยและเวียดนาม) การขยายการส่งออกไปยังตลาดใหม่ (สหรัฐ และยุโรป) และแนวโน้มอัตรากำไรเพิ่มขึ้น จากความต้องการผลิตภัณฑ์ที่มีอัตรากำไรสูงที่เพิ่มขึ้น 3) STARK สามารถผลักภาระต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นมากตามราคาตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ได้ ในขณะที่เราเชื่อว่าตลาดมีความกังวลที่ผิดต่อต้นทุนราคาโลหะที่เพิ่มขึ้น ทำให้ราคาหุ้นปรับตัวลงในช่วงที่ผ่านมา เราปรับราคาเป้าหมายปี 2022F ขึ้นเป็น 6.4 บาท/หุ้น (จาก 6.0 บาท) หลังปรับกำไรปี 2022-24F ขึ้น 9-15%

แนวโน้มการใช้สายไฟฟ้ายังแข็งแกร่ง

เราคาดการณ์ความต้องการใช้สายไฟฟ้าจะเติบโตสูงกว่าอัตราการขยายตัว GDP โดยคาดเติบโต 5-7% สำหรับตลาดไทย และ 7-10% ในเวียดนาม การขยายระบบสายส่งไฟฟ้าตามการใช้ไฟฟ้าที่สูงขึ้นจากระบบดิจิทัล และ EV เป็นปัจจัยหนุนการเติบโตหลัก อัตราการเติบโตที่สูงกว่าในเวียดนามเป็นเพราะการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่สูงกว่า และยังมีโครงการกำลังการผลิตไฟฟ้าด้วย เรามองว่า STARK เป็นผู้ได้ประโยชน์โดยตรงจากแนวโน้มดังกล่าวเนื่องจากผู้ผลิตสายไฟฟ้ารายใหญ่ของทั้งสองประเทศ เราจึงคาดการณ์รายได้ STARK จะเติบโตสูงกว่าตลาดที่ 15%/14%/12% ในช่วงปี 2022-24F จากการกินส่วนแบ่งตลาดในผลิตภัณฑ์ไฮเอนด์ (สายไฟฟ้าแรงสูงและสายไฟฟ้าแบบพิเศษ) มีสัดส่วนในตลาด B2G ที่เติบโตเร็วกว่า และยอดการส่งออกเพิ่มขึ้นจาก 12% ของรายได้ปี 2021 เป็น 20% ในปี 2025F

อัตรากำไรเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง

เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของ STARK จะเพิ่มขึ้น 24% ในปี 2024F (20% ในปี 2021) จากสัดส่วนผลิตภัณฑ์ไฮเอนด์ที่สูงขึ้น ความต้องการใช้สายไฟฟ้าแรงสูง (230kV ถึง 500kV) ในไทยเป็นรูปแบบผลิตภัณฑ์ที่เติบโตสูงสุด รวมถึงสายไฟฟ้าสำหรับใช้ในท่อใต้ดินเพื่อแก้ปัญหาความต้องการใช้ไฟฟ้าที่หนาแน่นในเมืองใหญ่ ส่วนในเวียดนาม STARK เป็นผู้ผลิตในประเทศรายเดียวของสายไฟฟ้า 230kV จึงสามารถทยอยชิงส่วนแบ่งตลาดแทนการนำเข้า เราไม่กังวลต่อต้นทุนวัตถุดิบที่เพิ่มขึ้นหลัง STARK ได้แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการส่งต่อต้นทุนให้ลูกค้า แม้ราคาทองแดงและอลูมิเนียมจะสูงขึ้นกว่า 20% และ 50% ในช่วงปีที่ผ่านมา

มีโอกาสดำเนินการเพิ่มอีกจากผลิตภัณฑ์ใหม่

STARK กำลังพัฒนาผลิตภัณฑ์สายไฟฟ้าแบบพิเศษ เพื่อเจาะตลาดกลุ่มใหม่และเพิ่มอัตรากำไร โดยอาศัยแบรนด์ที่แข็งแกร่งและความสัมพันธ์กับลูกค้า โดยมีสองผลิตภัณฑ์ใหม่คือ สายไฟฟ้าใต้น้ำ (เชื่อมต่อไฟฟ้าไปยังเกาะในไทย และโรงไฟฟ้าพลังลมนอกชายฝั่งในเวียดนาม) และสายไฟฟ้ากระแสตรงแรงสูงที่เป็นเทคโนโลยีใหม่ของระบบส่งไฟฟ้า ซึ่งจะออกสู่ตลาดในปี 2023F STARK คาดทั้งสองผลิตภัณฑ์จะมีอัตรากำไรสูงกว่าผลิตภัณฑ์เดิมราว 2 เท่า อีกทั้งมีสายไฟฟ้าลายนี้ออกมาใหม่ในปี 2022

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่คิดว่าดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

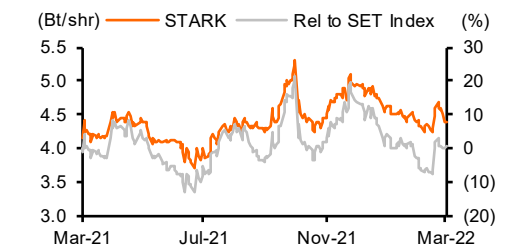
662-779-9107

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	27,094	31,172	35,549	39,666
Net profit	2,783	3,264	4,304	5,348
Consensus NP	—	2,996	3,777	4,640
Diff frm cons (%)	—	8.9	13.9	15.3
Norm profit	2,611	3,264	4,304	5,348
Prev. Norm profit	—	2,996	3,777	4,640
Chg frm prev (%)	—	9.0	14.0	15.3
Norm EPS (Bt)	0.2	0.2	0.3	0.3
Norm EPS grw (%)	138.4	25.0	31.9	24.3
Norm PE (x)	26.6	21.3	16.2	13.0
EV/EBITDA (x)	17.6	14.4	11.4	9.0
P/BV (x)	10.7	7.8	6.1	3.8
Div yield (%)	0.0	2.3	3.1	3.8
ROE (%)	51.6	42.2	42.4	36.1
Net D/E (%)	198.1	131.8	104.2	37.5

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

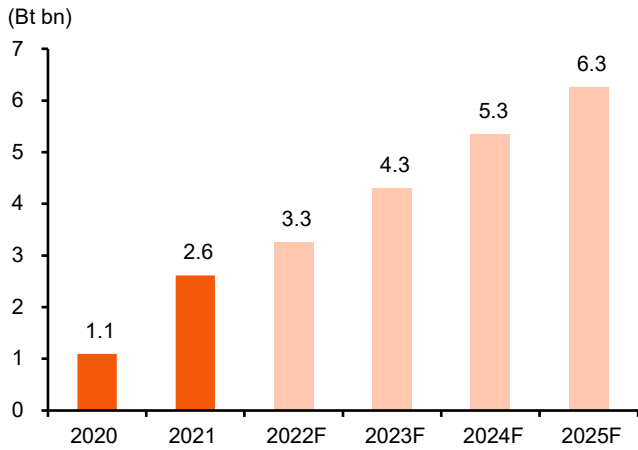
Price as of 8-Mar-22 (Bt)	4.38
Market Cap (US\$ m)	1,571.9
Listed Shares (m shares)	11,906.4
Free Float (%)	28.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	9.2
12M Price H/L (Bt)	5.30/3.72
Sector	Industrial Materials & Machinery
Major Shareholder	K.Vonnarat Tangkaravakoon
	48.7%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

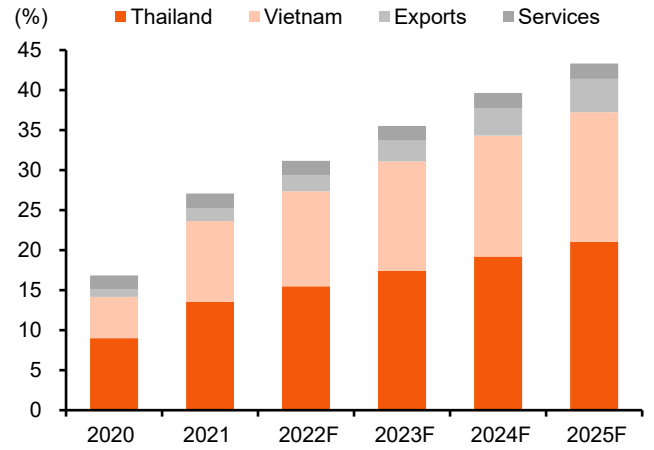


Ex 1: Strong Pace Of Earnings Growth



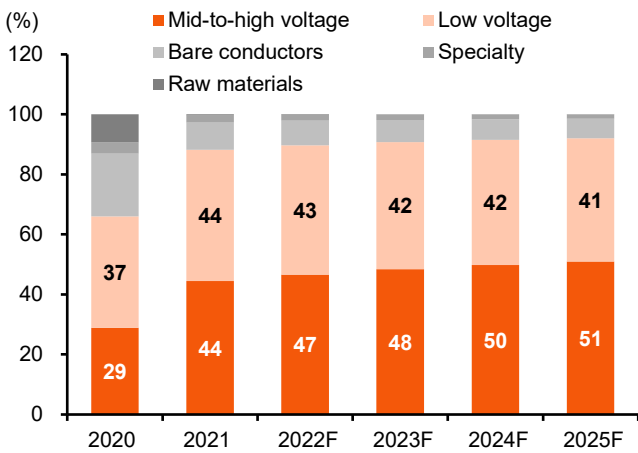
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: High Cable Demand In Three Main Markets



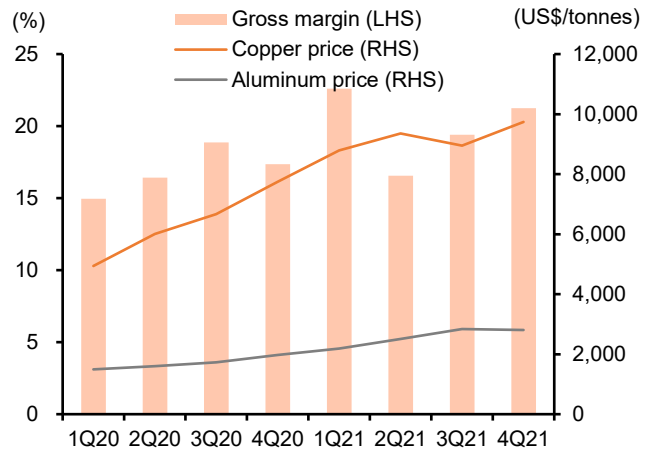
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Increasing Mix Of High-Margin Products



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Proven Ability To Pass On Raw Material Costs



Source: Company data

Ex 5: Key Assumption Changes

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized profit (Bt m)					
- New	1,095	2,611	3,264	4,304	5,348
- Old			2,996	3,777	4,640
- Change (%)			9.0	14.0	15.3
Revenue (Bt bn)					
- New	16.9	27.1	31.2	35.5	39.7
- Old			27.6	31.2	34.3
- Change (%)			13.1	13.9	15.7
Gross margin (%)					
- New	17.7	19.9	21.3	23.1	24.1
- Old			22.5	23.6	24.4
- Change (pp)			(1.1)	(0.4)	(0.3)

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	2033F	Terminal Value
EBITDA (excl. depre from right of use)	7,165	8,492	9,625	10,606	11,432	12,130	12,696	13,130	13,578	14,042	14,521	7,165	—
Free cash flow	2,150	23,385	4,819	5,999	7,008	8,018	8,531	8,921	9,240	9,570	9,911	2,150	152,038
PV of free cash flow	1,853	18,704	3,577	4,134	4,371	4,622	4,546	4,394	4,207	4,027	3,661	1,853	56,163
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	0.9												
WACC (%)	7.7												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	114,696												
Net debt (2021)	13,060												
Minority interest	87												
Equity value	101,550												
# of shares *	15,875												
Equity value/share (Bt)	6.40												

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	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
Nexans SA	NEX FP	France	27.8	18.3	16.0	13.5	2.2	1.9	6.6	5.9	1.4	1.6
nVent Electric PLC	NVT US	Britain	34.0	6.8	15.0	14.0	2.1	2.0	12.3	11.3	2.3	2.4
TE Connectivity Ltd	TEL US	Switzerland	5.2	11.4	17.7	15.9	3.6	3.2	12.0	11.1	1.6	1.6
Huber + Suhner AG	HUBN SW	Switzerland	(8.7)	5.3	20.8	19.7	2.4	2.3	11.3	10.7	2.3	2.4
Topsec Technologies Group	002212 CH	China	109.3	35.3	18.6	13.8	1.5	1.3	18.7	13.7	0.5	0.7
Yangtze Optical Fibre & Cabl	601869 CH	China	67.5	12.6	24.5	21.8	2.1	1.9	12.2	10.6	1.2	0.9
Interlink Telecom PCL	ITEL TB	Thailand	(8.7)	14.3	26.4	23.1	2.3	2.4	13.6	11.4	1.9	2.3
Stark Corporation *	STARK TB	Thailand	25.0	31.9	21.3	16.2	7.8	6.1	14.4	11.4	2.3	3.1
Average			31.4	17.0	20.0	17.2	3.0	2.6	12.6	10.8	1.7	1.9

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 8 Mar 2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีชื่อเสียงและประวัติที่ดีในตลาดในไทยและเวียดนาม
- อำนาจการต่อรองด้านราคากับซัพพลายเออร์และการประหยัดต่อขนาดจากการเป็นผู้ผลิตสายเคเบิลสายใหญ่ที่สุดในอาเซียน

O — Opportunity

- โอกาสในการส่งออกสินค้ามากขึ้น ใช้ประโยชน์จากขนาด ค่าแรงที่ต่ำ และสิทธิพิเศษประโยชน์ทางภาษีกับประเทศกำลังพัฒนาต่างๆ
- มีศักยภาพในการเข้าซื้อ หรือเข้าลงทุนธุรกิจที่เกี่ยวข้องเพิ่มเติม เพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันและเพิ่มส่วนแบ่งตลาด

CONSENSUS COMPARISON

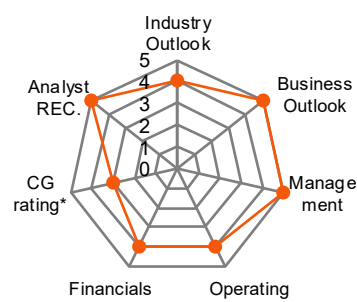
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	6.40	6.40	0%
Net profit 22F (Bt m)	2,996	3,264	9%
Net profit 23F (Bt m)	3,777	4,304	14%
Consensus REC	BUY: 2	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2022-23F ของเราสูงกว่าของตลาด 9% และ 14% คาดเป็นเพราะเราใช้สมมติฐานอัตรากำไรสูงกว่าตลาด
- อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

Rating Scale

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

W — Weakness

- ฟังพากการนำเข้าวัตถุดิบหลักคือ ทองแดง และอลูมิเนียม จากต่างประเทศ
- ฟังพากการใช้จ่ายของรัฐบาลในโครงการโครงสร้างพื้นฐานของประเทศในการผลักดันยอดขาย

T — Threat

- การผลิตสายเคเบิลเป็นเทคโนโลยีที่พัฒนาแล้ว จึงไม่ยากสำหรับผู้เล่นใหม่ที่มีเงินทุนหนาในการเจาะเข้ามาแข่งตลาด
- การเปลี่ยนแปลงแรงจูงใจด้านภาษีและกฎระเบียบในการเข้าร่วมประมูลโครงการโครงสร้างพื้นฐานในแต่ละประเทศ

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความก้าวหน้าของโครงสร้างพื้นฐานในประเทศไทยและเวียดนามที่ช้ากว่าที่คาดไว้ ทั้งจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายรัฐ หรือความล่าช้าในการก่อสร้างเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการกำไรของเรา
- แผนการขยายกำลังการผลิต และความสามารถในการเพิ่มกำลังการผลิตใหม่ของบริษัทสายส่งและผลิตไฟฟ้าในไทยและเวียดนาม ที่ช้ากว่าคาดเป็นอีกความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการของเรา
- ความต้องการผลิตภัณฑ์ไอออนด์ที่ต่ำกว่าที่คาด เป็นความเสี่ยงด้านลบต่ออัตรากำไร และจะกระทบต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Rising revenue driven by expanding transmission lines in home markets

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	16,858	27,094	31,172	35,549	39,666
Cost of sales	13,869	21,700	24,518	27,332	30,098
Gross profit	2,989	5,393	6,654	8,218	9,568
% gross margin	17.7%	19.9%	21.3%	23.1%	24.1%
Selling & administration expenses	866	1,129	1,462	1,573	1,662
Operating profit	2,123	4,264	5,192	6,645	7,906
% operating margin	12.6%	15.7%	16.7%	18.7%	19.9%
Depreciation & amortization	363	430	466	525	571
EBITDA	2,486	4,695	5,658	7,170	8,477
% EBITDA margin	14.7%	17.3%	18.2%	20.2%	21.4%
Non-operating income	60	36	28	28	31
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(660)	(943)	(1,018)	(1,063)	(876)
Pre-tax profit	1,523	3,357	4,203	5,610	7,061
Income tax	419	734	925	1,290	1,695
After-tax profit	1,104	2,623	3,278	4,320	5,366
% net margin	6.5%	9.7%	10.5%	12.2%	13.5%
Shares in affiliates' Earnings	1	(0)	0	0	0
Minority interests	(10)	(12)	(14)	(16)	(18)
Extraordinary items	513	172	0	0	0
NET PROFIT	1,609	2,783	3,264	4,304	5,348
Normalized profit	1,095	2,611	3,264	4,304	5,348
EPS (Bt)	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
Normalized EPS (Bt)	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3

BALANCE SHEET

Declining gearing after completing its acquisitions in 2020

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	16,331	27,962	30,766	34,636	38,334
Cash & cash equivalent	1,214	1,029	1,000	1,000	1,000
Account receivables	6,042	15,571	17,081	19,479	21,735
Inventories	8,618	10,487	12,091	13,479	14,843
Others	457	875	594	678	756
Investments & loans	344	329	329	329	329
Net fixed assets	4,417	4,413	5,969	7,249	8,163
Other assets	6,266	6,438	5,435	5,015	4,613
Total assets	27,358	39,142	42,500	47,229	51,439
LIABILITIES:					
Current liabilities:	19,649	23,548	25,801	27,496	27,287
Account payables	10,248	17,093	18,137	20,218	22,264
Bank overdraft & ST loans	7,761	4,030	3,881	3,239	1,977
Current LT debt	1,057	1,711	2,716	2,915	1,779
Others current liabilities	583	714	1,067	1,123	1,267
Total LT debt	3,310	8,347	6,338	6,803	4,151
Others LT liabilities	723	655	1,308	1,449	1,598
Total liabilities	23,682	32,551	33,447	35,748	33,036
Minority interest	55	87	101	116	134
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	11,906	11,906	11,906	11,906	15,875
Share premium	(10,542)	(10,542)	(10,542)	(10,542)	(10,542)
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(591)	(493)	(493)	(493)	(493)
Retained earnings	2,847	5,633	8,081	10,493	13,429
Shareholders' equity	3,621	6,505	8,953	11,365	18,269
Liabilities & equity	27,358	39,142	42,500	47,229	51,439

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	1,523	3,357	4,203	5,610	7,061
Tax paid	(205)	(1,013)	(666)	(1,401)	(1,595)
Depreciation & amortization	363	430	466	525	571
Chg In working capital	(2,064)	(4,553)	(2,070)	(1,705)	(1,574)
Chg In other CA & CL / minorities	74	168	17	84	(34)
Cash flow from operations	(310)	(1,611)	1,950	3,113	4,429
Capex	(2,126)	(381)	(2,000)	(1,800)	(1,500)
Right of use	(789)	(31)	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	(179)	(149)	358	0	0
LT loans & investments	(44)	15	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(4,339)	324	1,683	607	616
Cash flow from investments	(7,476)	(221)	(9)	(1,243)	(934)
Debt financing	7,825	1,546	(1,154)	22	(5,051)
Capital increase	(432)	0	(0)	0	3,969
Dividends paid	0	0	(816)	(1,892)	(2,413)
Warrants & other surplus	176	101	0	0	0
Cash flow from financing	7,569	1,647	(1,970)	(1,870)	(3,495)
Free cash flow	(2,435)	(1,992)	(50)	1,313	2,929

Spending capex to resolve bottleneck issues and expand capacity

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	63.5	26.6	21.3	16.2	13.0
Normalized PE - at target price (x)	92.8	38.9	31.1	23.6	19.0
PE (x)	43.2	25.0	21.3	16.2	13.0
PE - at target price (x)	63.2	36.5	31.1	23.6	19.0
EV/EBITDA (x)	32.4	17.6	14.4	11.4	9.0
EV/EBITDA - at target price (x)	45.3	24.4	20.1	15.8	12.8
P/BV (x)	19.2	10.7	7.8	6.1	3.8
P/BV - at target price (x)	28.1	15.6	11.3	8.9	5.6
P/CFO (x)	(224.5)	(43.2)	35.7	22.3	15.7
Price/sales (x)	3.1	1.9	1.7	1.5	1.3
Dividend yield (%)	0.0	0.0	2.3	3.1	3.8
FCF Yield (%)	(3.5)	(2.9)	(0.1)	1.9	4.2
(Bt)					
Normalized EPS	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
EPS	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
DPS	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2
BV/share	0.2	0.4	0.6	0.7	1.2
CFO/share	(0.0)	(0.1)	0.1	0.2	0.3
FCF/share	(0.2)	(0.1)	(0.0)	0.1	0.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	46.2	60.7	15.1	14.0	11.6
Net profit (%)	1,198.1	73.0	17.3	31.9	24.3
EPS (%)	1,198.1	73.0	17.3	31.9	24.3
Normalized profit (%)	629.2	138.4	25.0	31.9	24.3
Normalized EPS (%)	629.2	138.4	25.0	31.9	24.3
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	17.7	19.9	21.3	23.1	24.1
Operating margin (%)	12.6	15.7	16.7	18.7	19.9
EBITDA margin (%)	14.7	17.3	18.2	20.2	21.4
Net margin (%)	6.5	9.7	10.5	12.2	13.5
D/E (incl. minor) (x)	3.3	2.1	1.4	1.1	0.4
Net D/E (incl. minor) (x)	3.0	2.0	1.3	1.0	0.4
Interest coverage - EBIT (x)	3.2	4.5	5.1	6.3	9.0
Interest coverage - EBITDA (x)	3.8	5.0	5.6	6.7	9.7
ROA - using norm profit (%)	5.5	7.9	8.0	9.6	10.8
ROE - using norm profit (%)	37.2	51.6	42.2	42.4	36.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	37.5	51.8	42.4	42.5	36.2
- asset turnover (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
- operating margin (%)	12.9	15.9	16.7	18.8	20.0
- leverage (x)	6.8	6.6	5.3	4.4	3.3
- interest burden (%)	69.8	78.1	80.5	84.1	89.0
- tax burden (%)	72.5	78.1	78.0	77.0	76.0
WACC (%)	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
ROIC (%)	26.6	22.9	20.7	24.5	25.8
NOPAT (Bt m)	1,539	3,332	4,050	5,117	6,009
invested capital (Bt m)	14,534	19,564	20,888	23,322	25,176

Sources: Company data, Thanachart estimates

Improving profitability from a better product mix and stronger plant efficiency

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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 90 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2203A, AMAT16C2206A, AOT16C2204A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2204A, BANP16C2205A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2207A, BCH16C2203A, BEC16C2205A, BEC16C2204A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CHG16C2207A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CRC16C2204A, DELT16C2203A, DTAC16C2203A, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, GLOB16C2203A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HANA16C2207A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2203A, IVL16C2206A, JMAR16C2206A, JMAR16C2205A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2206A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MTC16C2204A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2203A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTTE16C2203A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016P2206B, S5016C2203A, S5016C2203B, S5016C2206A, S5016P2203A, S5016P2203B, S5016P2206A, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCC16C2204A, STA16C2203A, STEC16C2204A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TRUE16C2205B, TRUE16C2205A, TRUE16C2203A, TRUE16C2203B, TU16C2204A, WHA16C2204A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CRC, DELTA, DTAC, EA, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RCL, RS, SAWAD, SCC, SYNTEC, SET50, STA, STEC, TOP, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมกร่วมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมกร่วมกัน ได้แก่ นางอติวี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ ของบริษัท 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, กระดาษ

จักร เรื่องสิทธิสัญญา

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, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุณนาค

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, บันเทิง

รดา 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, 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 ชรรคมป่ารุ่ง

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
