

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 6.50

(From: Bt 6.40)

Upside : 50.5%

19 MAY 2022

Small Cap Research

Stark Corporation Pcl. (STARK TB)

เติบโตแข็งแกร่ง

ผลการดำเนินงาน 1Q22 พิสูจน์ให้เห็นว่า STARK ยังรักษ้อัตรากำไรได้จากการตั้งราคาขายแบบ cost-plus แม้ราคาต้นทุนวัตถุดิบสูงขึ้น หลังเราปรับประมาณการกำไรขึ้น 20% และ 7% ในปี 2022-23F เรามองว่า STARK มีมูลค่าพื้นฐานไม่แพงที่ 18 เท่า 2022F PE เทียบกับ EPS เติบโตเฉลี่ย 19% ต่อปี ในช่วงปี 2022-24F คงคำแนะนำ “ซื้อ” ด้วยราคาเป้าหมาย 6.5 บาท

โมเดล cost-plus ยังทำงานได้ดี

เราปรับประมาณการกำไร STARK ปี 2022-23F ขึ้น 20% และ 7% และปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 6.5 บาท (จาก 6.4 บาท) เนื่องจากก่อนหน้านี้เราประเมินอัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทต่ำเกินไป เพราะเราไม่ได้รวมกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนเข้าในการคำนวณกำไรจากการดำเนินงาน STARK ขายสินค้าโดยตั้งราคาขายจากต้นทุน (Cost Plus) คือราคาขายและต้นทุนจะถูกถือไว้ตั้งแต่วันได้รับคำสั่งซื้อ แต่เนื่องจากกว่า 80% ของต้นทุนขายอยู่ในสกุลดอลลาร์จากการนำเข้าวัตถุดิบโลหะ (ทองแดง และ อลูมิเนียม) STARK จึงทำการป้องกันความเสี่ยง (hedge) ค่าเงินเต็มจำนวนเพื่อล็อกอัตรากำไร ดังนั้นผลกำไรขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยนที่รับรู้จากการป้องกันความเสี่ยงนี้จึงควรถูกนำมาหักออกจากต้นทุนขายเพื่อสะท้อนอัตรากำไรที่แท้จริงของบริษัท ซึ่งหลังรวมปัจจัยดังกล่าวในประมาณการจะเห็นว่าอัตรากำไรขั้นต้นของ STARK ใน 1Q22 เพิ่มขึ้นเป็น 21.7% จาก 20.6% ใน 4Q21 แม้ราคาทองแดงจะเพิ่มขึ้น 7% และเงินบาทอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งพิสูจน์ให้เห็น STARK ยังสามารถตั้งราคาขายจากต้นทุนได้แม้ในสถานการณ์ตลาดที่ราคาวัตถุดิบหลักปรับสูงขึ้นอย่างมาก

แนวโน้มเติบโตแข็งแกร่ง

เรา STARK จะมี EPS เติบโตเฉลี่ย 19% ต่อปีในช่วงปี 2022-24F จากสามปัจจัยหลัก ได้แก่ 1) เราคาดการณ์การใช้สายไฟฟ้าในไทยและเวียดนามจะยังเติบโตแข็งแกร่ง เนื่องจากเราเชื่อว่าหลังแผนพัฒนากำลังการผลิตไฟฟ้า (PDP) ฉบับใหม่ของทั้งสองประเทศถูกประกาศออกมา (คาดว่าภายในปีนี้) จะเกิดการพัฒนาระบบโครงข่ายไฟฟ้าและสายส่งไฟฟ้ามากขึ้น 2) STARK เริ่มส่งออกสายไฟฟ้าไปยังสหรัฐฯ เป็นปลายทางส่งออกใหม่ตั้งแต่ใน 2H21 ซึ่งเราคาดว่าจะกลายเป็นอีกปัจจัยการเติบโตรายได้สำหรับ STARK และทำให้สัดส่วนการส่งออกเพิ่มเป็น 20% ของยอดขายในปี 2025F (12% ในปี 2021) 3) เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นต่อเนื่องจากการลดต้นทุนการขนส่งสายไฟฟ้าแรงสูงและแบบพิเศษเพิ่มขึ้น และการประหยัดต่อขนาด

อัตรากำไรมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของ STARK จะเพิ่มขึ้นเป็น 25% ในปี 2024F จาก 22% ในปี 2021 โดยมีสัดส่วนยอดขายสายไฟฟ้าแรงสูงและแบบพิเศษ (เช่นสายไฟใต้น้ำ และใต้ดิน) ต่อยอดขายรวมที่เพิ่มขึ้นเป็นปัจจัยผลักดันหลัก รายได้ที่เพิ่มขึ้นยังทำให้เกิดประโยชน์จากขนาด และทำให้อัตราการดำเนินงานของโรงงานสูงขึ้นด้วย อีกทั้ง STARK ได้พิสูจน์แล้วในช่วงปีที่ผ่านมาสามารถรักษ้อัตรากำไรได้ แม้ต้นทุนราคาโลหะจะพุ่งสูงขึ้นอย่างมาก ซึ่งทำให้ต้นทุนการดำเนินงานของลูกค้าสูงขึ้นเช่นกัน

มูลค่าน่าสนใจ

เรามองว่า STARK เป็นหุ้นเติบโตที่ยังซื้อขายบนมูลค่าพื้นฐานไม่แพง คือที่ PE 17 เท่า เทียบกับการเติบโต EPS 22/17/18% ในช่วงปี 2022-24F ทั้งยังมีอัตรากำไรทำกำไร ROE ระยะยาวสูงถึง 35% ตั้งแต่ปี 2024F เป็นต้นไป ซึ่งเรามองว่าสูงมากสำหรับโรงงานผลิตอุตสาหกรรม แม้อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุน (net D/E) มีแนวโน้มลดลงเป็น 0.3 เท่า นอกจากนี้เรายังคาดว่าอัตราผลตอบแทนปันผลถึง 4% ในปีดังกล่าวอีกด้วย



NUTTAPOL PRASITSUKSANT

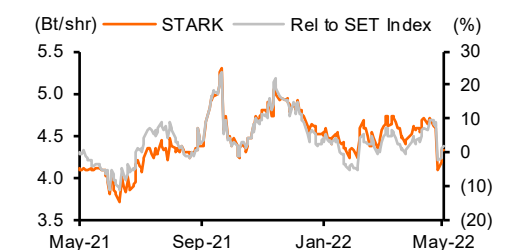
662-779-9107

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	27,094	30,861	34,395	37,750
Net profit	2,783	3,908	4,582	5,389
Consensus NP	—	3,264	4,304	5,348
Diff frm cons (%)	—	19.7	6.5	0.8
Norm profit	3,203	3,908	4,582	5,389
Prev. Norm profit	—	3,264	4,304	5,348
Chg frm prev (%)	—	19.7	6.5	0.7
Norm EPS (Bt)	0.2	0.2	0.3	0.3
Norm EPS grw (%)	170.7	22.0	17.2	17.6
Norm PE (x)	21.4	17.5	15.0	12.7
EV/EBITDA (x)	15.4	12.6	10.7	8.7
P/BV (x)	10.5	7.3	5.8	3.7
Div yield (%)	0.0	2.8	3.3	3.9
ROE (%)	63.3	49.0	43.0	35.2
Net D/E (%)	198.1	120.5	92.6	31.0

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

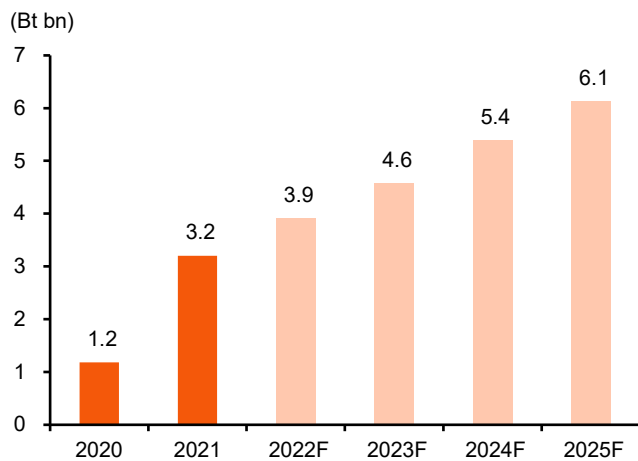
Price as of 19-May-22 (Bt)	4.32
Market Cap (US\$ m)	1,488.5
Listed Shares (m shares)	11,906.4
Free Float (%)	28.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	4.9
12M Price H/L (Bt)	5.30/3.72
Sector	Industrial Materials & Machinery
Major Shareholder	K.Vonnarat Tangkaravakoon
	48.7%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

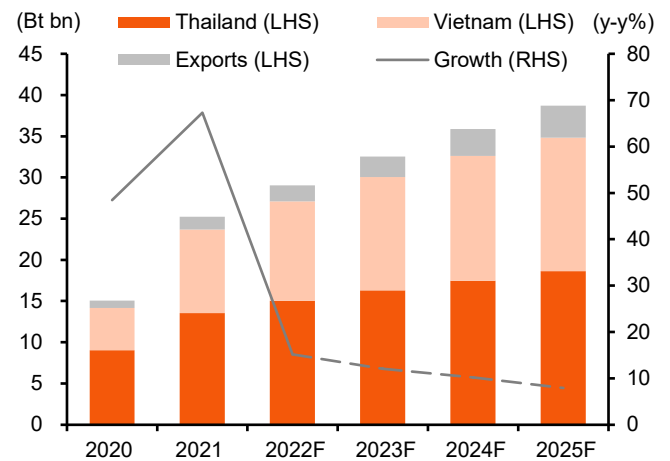
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดยังคงบางส่วนไม่ซ้ำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

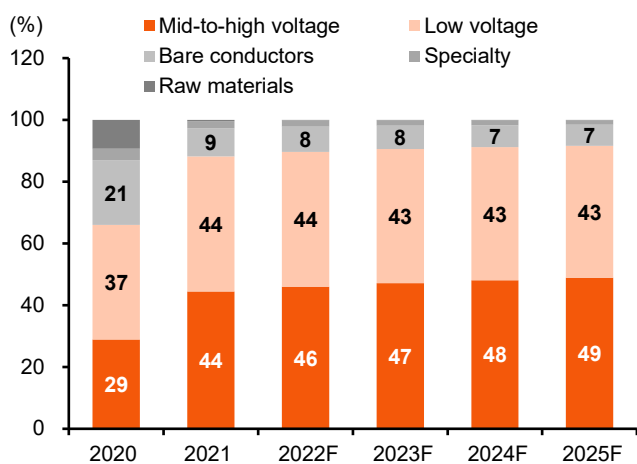


Ex 1: Steady But Strong Earnings Growth Trend

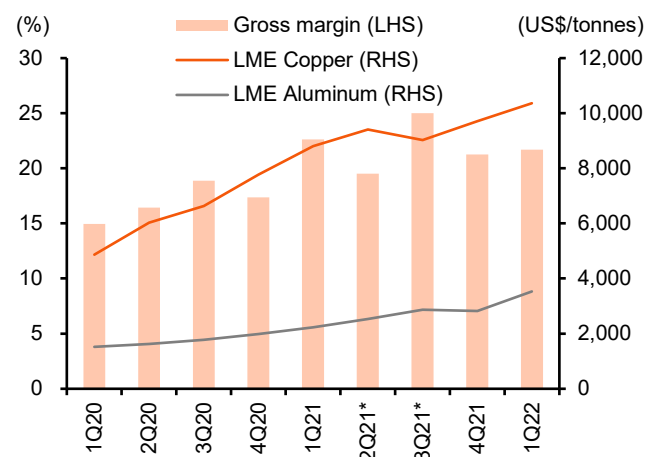
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Domestic Revenues Remain The Core Driver

Source: Thanachart estimates

Ex 3: Rising High-Margin Product Portion In Sales Mix

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Proven Sustainable Margin Under Cost-Plus Model

Source: Company data

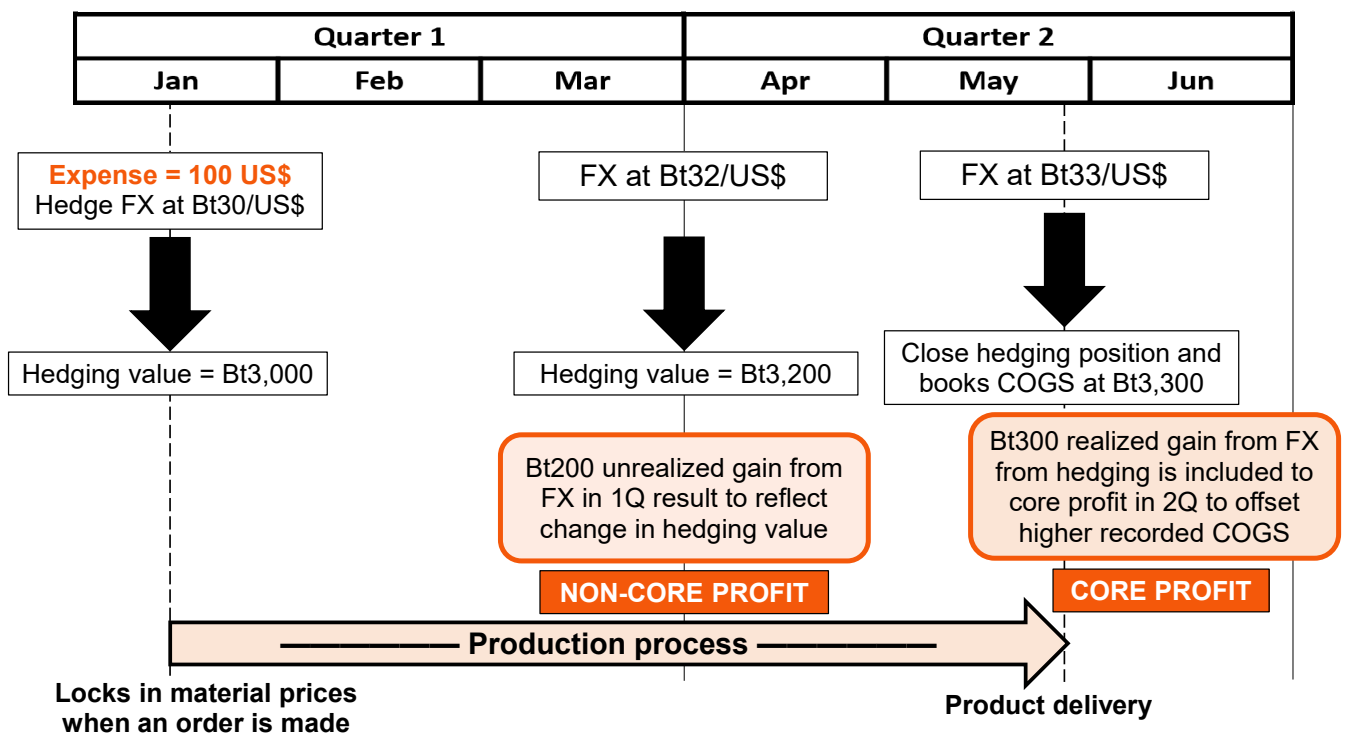
Note: * Adjusted for its shift of revenue recognition between the periods

Ex 5: Key Assumption Changes

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Normalized profit (Bt m)					
- New	1,183	3,203	3,908	4,582	5,389
- Old			3,264	4,304	5,348
- Change (%)			19.7	6.5	0.7
Total revenue (Bt bn)					
- New	16.9	27.1	30.9	34.4	37.7
- Old			31.2	35.5	39.7
- Change (%)			(1.0)	(3.2)	(4.8)
Gross margin (%)					
- New	18.1	22.0	23.2	24.2	25.0
- Old			21.3	23.1	24.1
- Change (pp)			1.8	1.0	0.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: We Add 'Realized FX Gain/Loss From Hedging' To STARK's Core Profit



Sources: Company data, Thanachart compilation

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	2033F	Terminal
													Value
EBITDA (excl. depre from right of use)	6,311	7,391	8,459	9,352	10,157	10,890	11,549	12,173	12,728	13,308	13,914	14,549	—
Free cash flow	1,056	2,744	23,641	4,898	5,850	6,716	7,616	8,071	8,482	8,888	9,312	9,755	153,020
PV of free cash flow	1,053	2,371	18,979	3,655	4,056	4,223	4,432	4,347	4,228	4,101	3,976	3,662	57,448
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	0.9												
WACC (%)	7.6												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value -	116,530												
add investments													
Net debt (2021)	13,060												
Minority interest	87												
Equity value	103,384												
# of shares *	15,875												
Equity value/share (Bt)	6.50												

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 8: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		—EV/EBITDA—		— Div yield —	
			22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Nexans SA	NEX FP	France	28.7	20.4	16.7	13.9	2.3	2.1	6.9	6.2	1.6	1.8
nVent Electric PLC	NVT US	Britain	35.3	7.8	15.5	14.4	2.2	2.1	12.8	11.8	2.2	2.3
TE Connectivity Ltd	TEL US	Switzerland	4.3	9.9	17.1	15.6	3.6	3.2	11.5	10.8	1.7	1.7
Huber + Suhner AG	HUBN SW	Switzerland	(6.6)	5.7	19.1	18.1	2.3	2.2	10.4	9.8	2.5	2.6
Topsec Technologies Group	002212 CH	China	211.2	33.5	14.5	10.8	1.0	0.9	12.4	9.2	0.7	1.0
Yangtze Optical Fibre & Cabl	601869 CH	China	35.5	16.4	21.0	18.0	1.9	1.8	11.7	10.2	1.4	1.6
Interlink Telecom PCL	ITEL TB	Thailand	(5.7)	16.6	23.7	20.4	2.1	2.1	12.6	10.8	2.0	2.4
Stark Corporation *	STARK TB	Thailand	22.0	17.2	17.5	15.0	7.3	5.8	12.6	10.7	2.8	3.3
Average			40.6	16.0	18.2	15.8	2.8	2.5	11.4	9.9	1.9	2.1

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 19 May 2022 closing prices

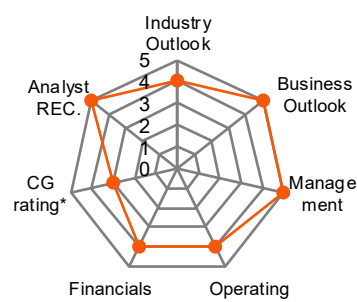
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

STARK เป็นบริษัทโฮลดิ้ง โดยถือหุ้นในบริษัทในเครือที่ใหญ่เป็นผู้ผลิตสายไฟฟ้าและสายเคเบิลรายใหญ่ ซึ่งมีประสบการณ์มากกว่า 50 ปี ในอุตสาหกรรมสายไฟฟ้าทั้งในประเทศไทยและเวียดนาม ปัจจุบัน บริษัท มีกำลังการผลิตรวมมากที่สุดในอาเซียนและมากเป็นอันดับที่ 14 ในตลาดโลก นอกจากนี้ บริษัท ยังดำเนินธุรกิจบริการจัดหากำลังคน โลจิสติกส์ และ คลังสินค้าให้เข้าแก่ลูกค้าในอุตสาหกรรมน้ำมันและก๊าซอีกด้วย

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
- อำนาจการต่อรองด้านราคากับซัพพลายเออร์และการประหยัดต่อขนาดจากการเป็นผู้ผลิตสายเคเบิลรายใหญ่ที่สุดในอาเซียน

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)	6.45	6.50	1%
Net profit 22F (Bt m)	3,264	3,908	20%
Net profit 23F (Bt m)	4,304	4,582	6%
Consensus REC	BUY: 2	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2022F ของเราสูงกว่าของตลาด 20% คาดเป็นเพราะเรามองบวกมากขึ้นต่ออัตรากำไรที่ดีขึ้นของ STARK ในปีนี้
- อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความก้าวหน้าของโครงสร้างพื้นฐานในประเทศไทยและเวียดนามที่ช้ากว่าที่คาดไว้ ทั้งจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายรัฐ หรือความล่าช้าในการก่อสร้างเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการกำไรของเรา
- แผนการขยายกำลังการผลิต และความสามารถในการเพิ่มกำลังการผลิตใหม่ของบริษัทสายส่งและผลิตไฟฟ้าในไทยและเวียดนาม ที่ช้ากว่าคาดเป็นอีกความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการกำไรของเรา
- ความต้องการผลิตภัณฑ์ไอเอ็นดีที่ต่ำกว่าที่คาด เป็นความเสี่ยงด้านลบต่ออัตรากำไร และจะกระทบต่อประมาณการกำไรของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

*Strong sales growth
driven by power cable
demand in TH and VN*

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	16,858	27,094	30,861	34,395	37,750
Cost of sales	13,809	21,134	23,716	26,084	28,302
Gross profit	3,049	5,959	7,145	8,311	9,448
% gross margin	18.1%	22.0%	23.2%	24.2%	25.0%
Selling & administration expenses	854	1,097	1,279	1,440	1,575
Operating profit	2,195	4,862	5,867	6,871	7,873
% operating margin	13.0%	17.9%	19.0%	20.0%	20.9%
Depreciation & amortization	363	430	489	567	636
EBITDA	2,558	5,293	6,355	7,438	8,508
% EBITDA margin	15.2%	19.5%	20.6%	21.6%	22.5%
Non-operating income	60	36	34	33	35
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(660)	(943)	(999)	(1,010)	(795)
Pre-tax profit	1,595	3,955	4,902	5,894	7,112
Income tax	403	741	980	1,297	1,707
After-tax profit	1,192	3,215	3,922	4,597	5,405
% net margin	7.1%	11.9%	12.7%	13.4%	14.3%
Shares in affiliates' Earnings	1	(0)	0	0	0
Minority interests	(10)	(12)	(14)	(15)	(17)
Extraordinary items	338	(420)	0	0	0
NET PROFIT	1,521	2,783	3,908	4,582	5,389
Normalized profit	1,183	3,203	3,908	4,582	5,389
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

*STARK is repaying debts
used for business
acquisition in 2020*

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	16,331	27,962	30,194	33,366	36,362
Cash & cash equivalent	1,214	1,029	1,000	1,000	1,000
Account receivables	6,042	15,571	16,910	18,847	20,685
Inventories	8,618	10,487	11,695	12,864	13,957
Others	457	875	589	656	720
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	5,411	4,941	4,468
Total assets	27,358	39,142	41,903	45,886	49,322
LIABILITIES:					
Current liabilities:	19,649	23,548	24,962	26,135	25,373
Account payables	10,248	17,093	17,543	19,295	20,936
Bank overdraft & ST loans	7,761	4,030	3,747	3,031	1,712
Current LT debt	1,057	1,711	2,623	2,728	1,541
Others current liabilities	583	714	1,049	1,081	1,184
Total LT debt	3,310	8,347	6,120	6,365	3,596
Others LT liabilities	723	655	1,285	1,376	1,461
Total liabilities	23,682	32,551	32,367	33,875	30,430
Minority interest	55	87	100	116	133
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	8,564	11,024	13,920
Shareholders' equity	3,621	6,505	9,436	11,895	18,760
Liabilities & equity	27,358	39,142	41,903	45,886	49,322

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	1,595	3,955	4,902	5,894	7,112
Tax paid	(190)	(1,020)	(725)	(1,410)	(1,615)
Depreciation & amortization	363	430	489	567	636
Chg In working capital	(2,064)	(4,553)	(2,097)	(1,353)	(1,291)
Chg In other CA & CL / minorities	74	168	8	78	(52)
Cash flow from operations	(222)	(1,020)	2,576	3,776	4,790
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	(4,202)	(114)	1,662	563	559
Cash flow from investments	(7,339)	(659)	(30)	(1,287)	(991)
Debt financing	7,512	1,393	(1,599)	(367)	(5,274)
Capital increase	(432)	0	(0)	0	3,969
Dividends paid	0	0	(977)	(2,122)	(2,493)
Warrants & other surplus	264	101	0	0	0
Cash flow from financing	7,344	1,494	(2,576)	(2,490)	(3,798)
Free cash flow	(2,348)	(1,400)	576	1,976	3,290

Strong cash flow generation with low capex requirements

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	58.0	21.4	17.5	15.0	12.7
Normalized PE - at target price (x)	87.2	32.2	26.4	22.5	19.1
PE (x)	45.1	24.6	17.5	15.0	12.7
PE - at target price (x)	67.9	37.1	26.4	22.5	19.1
EV/EBITDA (x)	31.1	15.4	12.6	10.7	8.7
EV/EBITDA - at target price (x)	44.6	22.0	18.0	15.4	12.8
P/BV (x)	18.9	10.5	7.3	5.8	3.7
P/BV - at target price (x)	28.5	15.9	10.9	8.7	5.5
P/CFO (x)	(308.9)	(67.3)	26.6	18.2	14.3
Price/sales (x)	3.1	1.9	1.7	1.5	1.4
Dividend yield (%)	0.0	0.0	2.8	3.3	3.9
FCF Yield (%)	(3.4)	(2.0)	0.8	2.9	4.8
(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)	0.2	0.2	0.3
FCF/share	(0.1)	(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	13.9	11.5	9.8
Net profit (%)	1,127.2	83.0	40.4	17.2	17.6
EPS (%)	1,127.2	83.0	40.4	17.2	17.6
Normalized profit (%)	687.6	170.7	22.0	17.2	17.6
Normalized EPS (%)	687.6	170.7	22.0	17.2	17.6
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	18.1	22.0	23.2	24.2	25.0
Operating margin (%)	13.0	17.9	19.0	20.0	20.9
EBITDA margin (%)	15.2	19.5	20.6	21.6	22.5
Net margin (%)	7.1	11.9	12.7	13.4	14.3
D/E (incl. minor) (x)	3.3	2.1	1.3	1.0	0.4
Net D/E (incl. minor) (x)	3.0	2.0	1.2	0.9	0.3
Interest coverage - EBIT (x)	3.3	5.2	5.9	6.8	9.9
Interest coverage - EBITDA (x)	3.9	5.6	6.4	7.4	10.7
ROA - using norm profit (%)	5.9	9.6	9.6	10.4	11.3
ROE - using norm profit (%)	40.2	63.3	49.0	43.0	35.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	40.5	63.5	49.2	43.1	35.3
- asset turnover (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
- operating margin (%)	13.4	18.1	19.1	20.1	20.9
- leverage (x)	6.8	6.6	5.1	4.1	3.1
- interest burden (%)	70.7	80.7	83.1	85.4	89.9
- tax burden (%)	74.7	81.3	80.0	78.0	76.0
WACC (%)	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
ROIC (%)	28.3	27.2	24.0	25.6	26.0
NOPAT (Bt m)	1,640	3,952	4,693	5,359	5,983
invested capital (Bt m)	14,534	19,564	20,926	23,018	24,608

Sources: Company data, Thanachart estimates

Sustainable 35% ROE from 2024F is impressive for a manufacturing firm

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 76 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANP16C2205A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGR16C2205A, BLA16C2205A, BLA16C2208A, CBG16C2205A, CBG16C2207A, CHG16C2207A, COM716C2205A, COM716C2208A, COM716C2209A, CPF16C2205A, DOHO16C2207A, EA16C2205A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, GPSC16C2205A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2205A, GULF16C2207A, GUNK16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2205A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2206A, JMAR16C2205A, JMAR16C2206A, JMT16C2205A, JMT16C2207A, KBAN16C2206A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, KCE16C2208A, KCE16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, OR16C2205A, PTG16C2209A, PTT16C2205A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2205A, RCL16C2208A, RS16C2205A, S5016C2206A, S5016C2209A, S5016P2206A, S5016P2206B, S5016P2209A, SAWA16C2205A, SCB16C2208A, SPRC16C2209A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TRUE16C2205A, TRUE16C2205B, TTA16C2207A, TTA16C2208A (underlying securities are AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPF, DOHOME, EA, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MEGA, MINT, OR, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, RS, SET50, SAWAD, SCB, SPRC, SYNEX, TOP, TRUE, TTA). 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 ราชธานีลิซซิง 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 และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

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

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

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิการุณ, 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
สรชดา สรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Data Support Team

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

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

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

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

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