

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 4.80

(From: Bt 5.00)

Upside : 30.4%

31 MAY 2022

Small Cap Research

SEAFCO Public Co Ltd (SEAFCO TB)

มีแนวโน้มฟื้นตัว

งานในมือที่มีคุณภาพต่ำและปัญหาการขาดแคลนแรงงานของ SEAFCO ยังคงกดดันให้กำไรอยู่ภายใต้แรงกดดันจนถึง 2Q22F ส่งผลให้เราปรับลดกำไรและเป้าหมายลงเป็น 4.8 บาท แต่อย่างไรก็ตาม เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" เนื่องจากยังคงคาดว่าผลการประมูลราคาโครงการโครงสร้างพื้นฐานรอบใหม่ในปี 2022-23F จะทำให้กำไรฟื้นตัวแข็งแกร่งในปีหน้าเป็นต้นไป



SAKSID PHADTHANANARAK

662 - 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

ปรับราคาเป้าหมายลงเหลือ 4.8 บาท คงคำแนะนำ "ซื้อ"

SEAFCO ขาดทุนมากกว่าคาดใน 1Q22 เนื่องจากมูลค่างานในมือต่ำในปีที่แล้วยังคงทำให้อัตรากำไรขั้นต้นอยู่ภายใต้แรงกดดันในปีนี ซึ่งทำให้เราต้องปรับลดประมาณการกำไรของเราเป็นขาดทุน 28 ลบ. ในปีนี้ (จากกำไร 59 ลบ.) และปรับลงราว 24/14% ในปี 2023/24F (ดู Exhibit 1) ด้วยปรับมาใช้ฐาน 2023F ราคาเป้าหมายของเราจึงลดลงเหลือ 4.8 บาท/หุ้น จาก 5 บาท อย่างไรก็ตาม เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" เนื่องจาก 1) ราคาหุ้นของ SEAFCO ที่ปรับลดดูเหมือนจะสะท้อนข่าวร้ายไปแล้ว 2) โครงการโครงสร้างพื้นฐานหลายโครงการได้เปิดประมูลแล้ว โดยมีกำหนดเริ่มก่อสร้างใน 2H22 ทำให้กำไรของ SEAFCO ฟื้นตัวในปีหน้า และ 3) อัตรากำไรขั้นต้นน่าจะดีขึ้นในปีหน้า เมื่อปัญหาการขาดแคลนแรงงานได้รับการแก้ไขและโครงการที่ให้อัตรากำไรต่ำแล้วเสร็จในปีนี้

ยังมีโครงการประมูลอีกหลายโครงการ

นอกเหนือจากการผ่อนคลายนโยบายด้านโควิด รัฐบาลยังได้เริ่มดำเนินโครงการโครงสร้างพื้นฐานอีกครั้ง โครงการรถไฟฟ้ารางคู่ 2 โครงการมูลค่า 1.28 แสนลบ. และโครงการรถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้มูลค่า 7.9 หมื่นลบ. ได้ได้รับใบมหาสิทธิที่ชนะโครงการแล้ว ขณะที่โครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก มูลค่า 1.27 แสนลบ. อยู่ระหว่างการประมูล เราคาดว่าโครงการเหล่านี้จะมีมูลค่างานต่อเติมอยู่ที่ 3-5 พันลบ. ซึ่งยังไม่รวมถึงงานเสาเข็มมูลค่า 1.1 หมื่นลบ. สำหรับโครงการอื่นๆ ที่ SEAFCO กำลังประมูลอยู่ เราคาดว่ามูลค่างานใหม่ของ SEAFCO จะอยู่ที่ 1.4-2.1 พันลบ. ต่อปี ในปี 2022-24F ใน 1Q22 SEAFCO มีมูลค่างานใหม่ที่ 409 ลบ.

อัตรากำไรดีขึ้นในปีหน้า

อัตรากำไรขั้นต้นของ SEAFCO ตีลบ 13% ใน 1Q22 เนื่องจากโครงการที่มีอัตรากำไรต่ำที่บริษัท ได้ในปีที่แล้ว อัตราการดำเนินงานที่ต่ำ และปัญหาการขาดแคลนแรงงาน ขณะที่ราคาวัสดุก่อสร้างที่สูงขึ้นไม่ใช่ปัจจัยกังวลของผู้บริหาร เนื่องจากระยะเวลาในการก่อสร้างงานเสาเข็มสั้น และ SEAFCO สามารถถือครองราคาเมื่อได้รับงาน เราคาดว่าปัญหาเหล่านี้จะค่อยๆ คลี่คลาย จาก 1) โครงการที่มีอัตรากำไรต่ำลึกลงใน 3Q22 2) การก่อสร้างโครงการโครงสร้างพื้นฐานจะหนุนอัตรากำไรดำเนินงาน และแผนการนำแรงงานต่างด้าวเข้ามา 100 คน ใน 2Q22, 100 คน ใน 3Q22 และ 50 คน ใน 4Q22 เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของ SEAFCO จะเพิ่มขึ้นจาก 5% ในปีนี้ เป็น 15% และ 18% ในปี 2023-24F

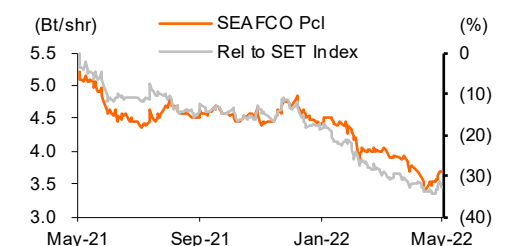
Valuation ไม่แพงในมุมมองของเรา

ราคาหุ้นของ SEAFCO ที่ลดลง 24% จากจุดสูงสุดในปีนีดูเหมือนจะสะท้อนข่าวร้ายไปแล้ว เรามองว่ามูลค่าไม่แพงที่ 17 เท่า PE ในปี 2023F ก่อนที่จะลดลงเหลือ 13 เท่า ในปี 2024F เทียบกับ PE เฉลี่ยที่ 19 เท่าในช่วงก่อนเกิดโควิด-19 ในปี 2015-19

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	1,435	1,262	2,151	2,034
Net profit	(57)	(28)	164	205
Consensus NP	—	(53)	150	156
Diff frm cons (%)	—	na	9.9	31.6
Norm profit	(55)	(28)	164	205
Prev. Norm profit	—	59	215	239
Chg frm prev (%)	—	na	(23.5)	(14.0)
Norm EPS (Bt)	(0.1)	(0.0)	0.2	0.3
Norm EPS grw (%)	na	na	na	24.9
Norm PE (x)	na	na	16.6	13.3
EV/EBITDA (x)	24.5	22.4	8.0	6.3
P/BV (x)	1.8	1.8	1.6	1.4
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0	3.8
ROE (%)	na	na	10.2	11.5
Net D/E (%)	13.8	7.6	16.5	(0.4)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 31-May-22 (Bt)	3.68
Market Cap (US\$ m)	79.6
Listed Shares (m shares)	739.7
Free Float (%)	73.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.2
12M Price H/L (Bt)	5.20/3.40
Sector	Construction
Major Shareholder	Thasnanipan Family 26.2%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

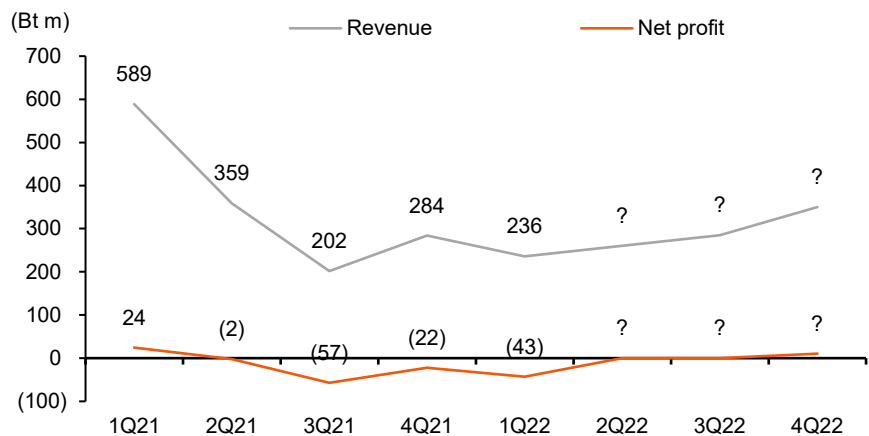
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ซ้ำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

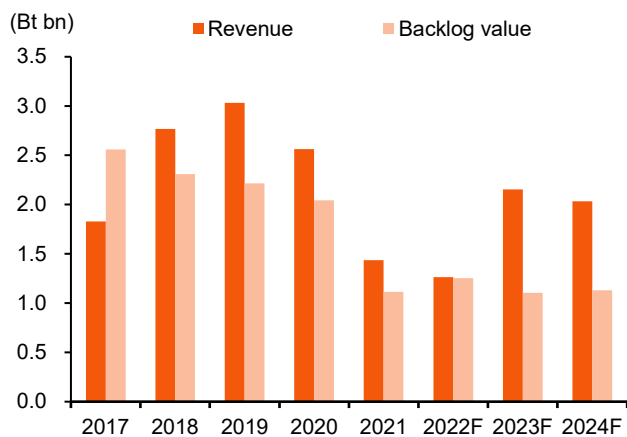
Ex 1: Key Assumption Changes

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
New work value (Bt m)					
New	2,384	505	1,400	2,000	2,060
Old			1,400	2,000	2,060
Change (%)			-	-	-
Revenue (Bt m)					
New	2,560	1,435	1,262	2,151	2,034
Old			1,360	2,154	2,038
Change (%)			(7.2)	(0.1)	(0.2)
Gross margin (%)					
New	13.5	2.2	5.0	15.0	18.0
Old			13.0	18.0	20.0
Change (pp)			(8.0)	(3.0)	(2.0)

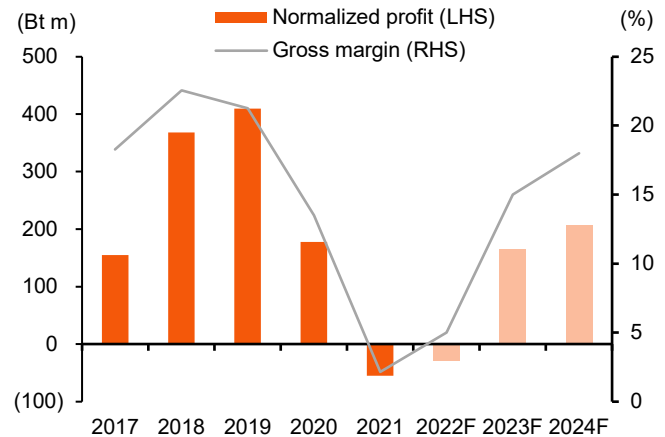
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Low-quality Backlog To Keep SEAFKO's Earnings Under Pressure This Year

Source: Company data

Ex 3: But We Expect A Strong Rev. Recovery Next Year...

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: ...And Earnings As Well From...

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: ...Infra. Projects Under The Bidding Process &...

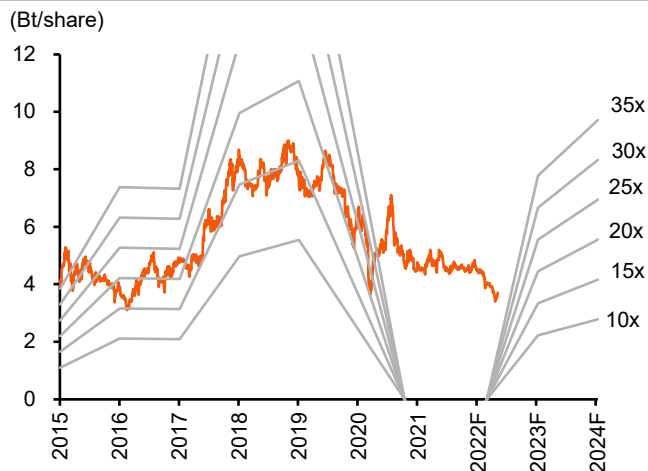
Type	Project	Value (Bt m)
High-speed train	Route linking 3 international airports	224.5
Double-track rail	Den Chai - Chiang Rai - Chiang Khong	72.9
Double-track rail	Ban Phai - Nakhon Phanom	55.5
Mass Transit	South Purple Line	125.0
Mass Transit	West Orange Line	129.0
Total		606.9

Sources: Company data, Ch. Karnchang, Thanachart estimates

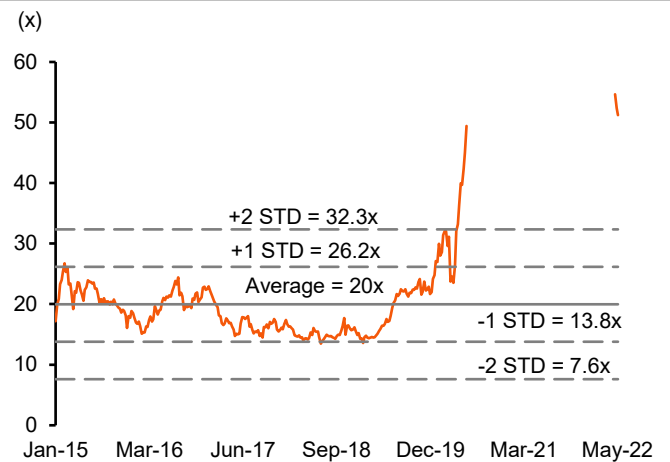
Ex 6: ...Infra. Projects With Bids Scheduled For 2022-23

Type	Project	Value (Bt m)
Mass transit	Red Line Extensions	65.0
Double-track rail	Khonkaen – Nong Khai	25.0
Double-track rail	Chira Junction – Ubonratchathani	36.0
Double-track rail	Pak Nam Pho – Den Chai	62.8
Airport	BKK's East Expansion	8.0
Total		196.8

Sources: Company data, Ch. Karnchang, Thanachart estimates

Ex 7: SEAFKO's PE Band

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: SEAFKO's PE Standard Deviation

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	374	434	452	469	487	506	524	543	561	576	586	—
Free cash flow	197	222	254	270	287	303	320	337	354	368	378	4,896
PV of free cash flow	196	187	194	189	183	177	171	164	152	143	134	1,737
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	8.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	3,627											
Net debt (2022F)	115											
Minority interest	(2)											
Equity value	3,514											
# of shares (m)*	740											
Target price/share (Bt)	4.80											

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 10: Peer Valuation Comparison

Name	BBG code	Current	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
		Price (Bt)	22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
Italian-Thai Devel.	ITD TB	1.98	32.9	na	na	na	0.8	0.8	8.7	7.9	na	na
Sriracha Construction	SRICHA TB	13.00	(5.6)	75.0	12.5	7.1	2.3	2.2	7.7	4.4	7.2	13.2
Unique Engineering	UNIQ TB	4.98	592.3	50.0	27.7	18.4	na	na	9.6	9.0	na	na
CH Karnchang*	CK TB	20.90	513.3	86.8	57.8	30.9	1.4	1.3	228.8	117.6	0.7	1.3
Pylon Pcl*	PYLON TB	4.70	312.5	41.2	22.3	15.8	3.2	2.9	10.6	7.9	2.2	4.7
Seafco Pcl*	SEAFCO TB	3.68	na	na	na	16.6	1.8	1.6	22.4	8.0	0.0	0.0
Sino Thai Eng. & Cons*	STEC TB	13.10	30.6	18.5	22.1	18.6	1.1	1.1	5.3	4.4	1.4	1.9
Average			246.0	54.3	28.5	17.9	1.8	1.7	41.9	22.7	2.3	4.2

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth

Based on 31-May-22 closing prices

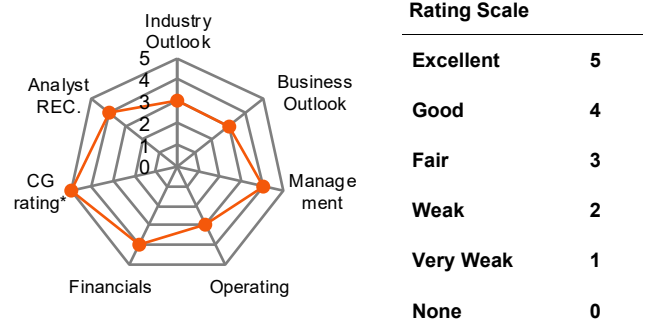
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ซีพีแอนด์ จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทรับเหมาก่อสร้างและวิศวกรรม ซึ่งใช้เสาเข็มเจาะ กำแพงไดอะแฟรม และเทคโนโลยีวิศวกรรมใต้ดิน สำหรับงานฐานราก การก่อสร้างชั้นใต้ดิน และการพัฒนาสิ่งอำนวยความสะดวกใต้ดิน และงานส่วนล่าง ในกรุงเทพฯ และเมืองใหญ่อื่นๆ บริษัทฯ ดำเนินการและให้บริการในฐานะเป็นผู้รับเหมาหลัก ผู้รับเหมาช่วง และหุ้นส่วนร่วมทุน ทั้งกับภาครัฐและภาคเอกชน

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ประสบการณ์ 40 ปี ความรู้และนวัตกรรมของบริษัททำให้บริษัทมีส่วนแบ่งการตลาดที่สูง
- ความสามารถในการดำเนินงานจากการประหยัดจากต้นทุน
- สถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งที่มีอัตราหนี้สินต่อทุนที่ต่ำ

O — Opportunity

- ประเทศไทยกำลังเข้าสู่ช่วงการก่อสร้างขาขึ้น
- แนวโน้มการสร้างความสูงมากขึ้นในกทม. จากต้นทุนที่ดินที่สูง
- แผ่นดินที่หนาและอ่อนในกทม. ทำให้งานเสาเข็มเจาะเป็นที่ต้องการ

W — Weakness

- ใช้เงินลงทุนสูงและต้องการการใช้สินทรัพย์อย่างต่อเนื่อง
- งานเจาะเสาเข็มต้องใช้ความน่าเชื่อถือสูง
- ความเสี่ยงจากการพึ่งพาผู้บริหารที่มีโอกาสการเกษียณอายุ

T — Threat

- ความไม่มีเสถียรภาพทางการเมืองทำให้การลงทุนใหม่และโครงการก่อสร้างของภาคเอกชนของไทยล่าช้าออกไป
- ความผันผวนของราคาเหล็กและซีเมนต์ในช่วงสั้น

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	3.96	4.80	21%
Net profit 22F (Bt m)	(53)	(28)	na
Net profit 23F (Bt m)	150	164	10%
Consensus REC	BUY: 2	HOLD: 4	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- คาดการณ์ขาดทุนของเราปี 2022F ต่ำกว่าตลาด เนื่องจากเราเชื่อว่าเราให้สมมติฐานการดำเนินงานที่แข็งแกร่งขึ้นสำหรับ SEAFCO ใน 2H22F เนื่องจากการก่อสร้างโครงการโครงสร้างพื้นฐาน
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด 21% เนื่องจากเราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวแข็งแกร่งในระยะยาว จากการประมูลโครงการโครงสร้างพื้นฐานรอบใหม่

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	2,560	1,435	1,262	2,151	2,034
Cost of sales	2,214	1,404	1,199	1,828	1,668
Gross profit	345	31	63	323	366
% gross margin	13.5%	2.2%	5.0%	15.0%	18.0%
Selling & administration expenses	126	120	120	140	132
Operating profit	219	(89)	(57)	183	234
% operating margin	8.6%	-6.2%	-4.5%	8.5%	11.5%
Depreciation & amortization	213	209	183	191	200
EBITDA	432	120	126	374	434
% EBITDA margin	16.9%	8.3%	10.0%	17.4%	21.4%
Non-operating income	25	41	35	35	35
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(24)	(21)	(16)	(18)	(17)
Pre-tax profit	220	(68)	(38)	200	252
Income tax	48	(11)	(8)	40	50
After-tax profit	172	(58)	(30)	160	201
% net margin	6.7%	-4.0%	-2.4%	7.4%	9.9%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	5	3	3	4	4
Extraordinary items	(23)	(2)	0	0	0
NET PROFIT	154	(57)	(28)	164	205
Normalized profit	178	(55)	(28)	164	205
EPS (Bt)	0.2	(0.1)	(0.0)	0.2	0.3
Normalized EPS (Bt)	0.2	(0.1)	(0.0)	0.2	0.3

We expect the COVID hit to cause SEAFCO to still make a loss in 2022F...

...before an earnings turnaround in 2023F when infrastructure projects start to be built

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	975	886	735	1,174	1,143
Cash & cash equivalent	111	231	100	100	130
Account receivables	459	372	242	412	390
Inventories	82	65	43	65	59
Others	323	217	350	596	564
Investments & loans	60	57	57	57	57
Net fixed assets	1,286	1,177	1,094	1,023	973
Other assets	757	593	669	947	922
Total assets	3,078	2,713	2,555	3,201	3,095
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,003	842	699	1,072	843
Account payables	593	355	329	501	457
Bank overdraft & ST loans	41	166	80	140	46
Current LT debt	158	145	70	123	40
Others current liabilities	210	176	220	308	300
Total LT debt	197	135	65	115	37
Others LT liabilities	266	182	268	331	330
Total liabilities	1,466	1,160	1,032	1,518	1,210
Minority interest	7	1	(2)	(6)	(10)
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	370	370	370	370	370
Share premium	164	164	164	164	164
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(5)	(8)	(8)	(8)	(8)
Retained earnings	1,076	1,027	999	1,163	1,369
Shareholders' equity	1,605	1,553	1,525	1,689	1,894
Liabilities & equity	3,078	2,713	2,555	3,201	3,095

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	220	(68)	(38)	200	252
Tax paid	(55)	8	7	(37)	(51)
Depreciation & amortization	213	209	183	191	200
Chg In working capital	81	(135)	126	(20)	(16)
Chg In other CA & CL / minorities	139	76	(88)	(162)	25
Cash flow from operations	598	89	190	172	410
Capex	115	(100)	(100)	(120)	(150)
Right of use	(375)	96	(10)	(10)	(10)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(34)	3	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	30	(21)	20	(205)	34
Cash flow from investments	(265)	(22)	(90)	(335)	(126)
Debt financing	(246)	50	(231)	163	(255)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(155)	0	0	0	0
Warrants & other surplus	(17)	4	0	0	0
Cash flow from financing	(418)	54	(231)	163	(255)
Free cash flow	712	(11)	90	52	260

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	15.3	na	na	16.6	13.3
Normalized PE - at target price (x)	20.0	na	na	21.6	17.3
PE (x)	17.6	na	na	16.6	13.3
PE - at target price (x)	23.0	na	na	21.6	17.3
EV/EBITDA (x)	7.0	24.5	22.4	8.0	6.3
EV/EBITDA - at target price (x)	8.9	31.4	29.0	10.2	8.2
P/BV (x)	1.7	1.8	1.8	1.6	1.4
P/BV - at target price (x)	2.2	2.3	2.3	2.1	1.9
P/CFO (x)	4.6	30.5	14.3	15.8	6.6
Price/sales (x)	1.1	1.9	2.2	1.3	1.3
Dividend yield (%)	2.7	0.0	0.0	0.0	3.8
FCF Yield (%)	26.2	(0.4)	3.3	1.9	9.6
(Bt)					
Normalized EPS	0.2	(0.1)	(0.0)	0.2	0.3
EPS	0.2	(0.1)	(0.0)	0.2	0.3
DPS	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1
BV/share	2.2	2.1	2.1	2.3	2.6
CFO/share	0.8	0.1	0.3	0.2	0.6
FCF/share	1.0	(0.0)	0.1	0.1	0.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Bad news already looks
to be baked into the
share price*

*Strong 2023F earnings
turnaround makes PE
look undemanding at 17x
vs. 19x pre-COVID*

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(15.6)	(43.9)	(12.1)	70.4	(5.4)
Net profit (%)	(62.3)	na	na	na	24.9
EPS (%)	(62.3)	na	na	na	24.9
Normalized profit (%)	(56.6)	na	na	na	24.9
Normalized EPS (%)	(56.6)	na	na	na	24.9
Dividend payout ratio (%)	47.9	0.0	0.0	0.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	13.5	2.2	5.0	15.0	18.0
Operating margin (%)	8.6	(6.2)	(4.5)	8.5	11.5
EBITDA margin (%)	16.9	8.3	10.0	17.4	21.4
Net margin (%)	6.7	(4.0)	(2.4)	7.4	9.9
D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.3	0.1	0.2	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.1	0.1	0.2	(0.0)
Interest coverage - EBIT (x)	9.1	na	na	10.3	13.5
Interest coverage - EBITDA (x)	18.0	5.8	7.8	21.1	25.0
ROA - using norm profit (%)	5.7	na	na	5.7	6.5
ROE - using norm profit (%)	11.0	na	na	10.2	11.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	10.7	na	na	10.0	11.2
- asset turnover (x)	0.8	0.5	0.5	0.7	0.6
- operating margin (%)	9.6	na	na	10.1	13.2
- leverage (x)	1.9	1.8	1.7	1.8	1.8
- interest burden (%)	90.2	143.7	174.7	91.9	93.5
- tax burden (%)	78.1	na	na	80.0	80.0
WACC (%)	#N/A	#N/A	8.9	8.9	8.9
ROIC (%)	8.3	(4.7)	(2.6)	8.9	9.5
NOPAT (Bt m)	171	(89)	(45)	146	187
invested capital (Bt m)	1,892	1,768	1,640	1,967	1,888

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ 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 57 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BLA16C2205A, BLA16C2208A, CBG16C2207A, CHG16C2207A, COM716C2208A, COM716C2209A, DOHO16C2207A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2207A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, IVL16C2206A, JMAR16C2206A, JMT16C2207A, KBAN16C2206A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, S5016C2206A, S5016C2209A, S5016P2206A, S5016P2206B, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TTA16C2207A, TTA16C2208A (underlying securities are AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BLA, CBG, CHG, COM7, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, PTG, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, SET50, SAWAD, SCB, SPRC, STEC, SYNEX, TOP, TTA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อย่างต่อเนื่องดังกล่าว 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 ราชธานีลีสซิ่ง 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 ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล 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 ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ 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 นิการกุล, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	Thematic Research, กระดาษ จักร เรืองสินภิญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ พัทธดนย์ บุณนาค 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, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา สรทรง 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 ผู้พัฒนบริหารกุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวลลี้ 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 นลิกรณ์ คลังเปรมจิตต์ Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี 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 sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์ 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