

# Fundamental Story

## Stark Corporation Pcl (STARK TB) - BUY, Price Bt3.34, TP Bt6.50

Results Comment

Nuttapop Prasitsuksant | Email: nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

### ไตรมาสที่ดีที่สุดออกมาแข็งแกร่งตามคาด

- STARK รายงานกำไรจากการดำเนินงานปกติ (ไม่รวมกำไร/ขาดทุนที่ไม่ใช่เงินสดจากอัตราแลกเปลี่ยนและการป้องกันความเสี่ยง) อยู่ที่ 1.63 พันลบ. ใน 3Q22 ลดลง 11% y-y แต่เพิ่มขึ้น 152% เมื่อเทียบ q-q การอ่อนตัวลงเมื่อเทียบ y-y นั้นเป็นเพราะฐานที่สูงปีก่อนที่ STARK มีการเลื่อนการรับรู้รายได้มาจากใน 2Q21 ส่วนการเติบโต q-q เป็นผลทางฤดูกาลปกติที่ Q3 จะเป็นไตรมาสที่รายได้สูงสุด
- รายได้รวมลดลง 15% y-y ลงมาเหลือ 8.3 พันลบ. ใน 3Q22 จากการเลื่อนรับรู้รายได้ในปีก่อนทำให้เป็นฐานสูง หากหักผลดังกล่าวเราประเมินรายได้ลดลงเพียง 5% y-y จากราคาขายเฉลี่ยที่ลดลงตามต้นทุนราคาโลหะที่ลดลง เนื่องจาก STARK ใช้การตั้งราคาแบบบวกกำไรจากต้นทุน (cost plus) รายได้ไตรมาสนี้เติบโต 14% q-q
- อัตรากำไรขั้นต้นปรับดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเป็น 29.8% ใน 3Q22 จากการประหยัดต่อขนาด และต้นทุนราคาโลหะที่ลดลง (ทำให้กำไรเชิงอัตราส่วนเพิ่มขึ้นในการกำหนดราคาแบบ cost plus) อัตรากำไรนี้ดีกว่าที่ 27.1% ใน 3Q21 แม้เป็นฐานสูง และ 20.0% ใน 2Q22
- ค่าใช้จ่ายการขายและบริหารเพิ่มขึ้นมากกว่าคาดเป็นถึง 368 ลบ. ใน 3Q22 สูงขึ้นในอัตรามากกว่าการเติบโตของรายได้โดยเพิ่มขึ้น 35% y-y และ 26% q-q โดยเราคาดว่าเป็นเพราะต้นทุนค่าขนส่งที่สูงขึ้นเนื่องจาก STARK ส่งออกผลิตภัณฑ์มากขึ้นในปีนี้ ในขณะที่ราคาค่าขนส่งโลกก็ปรับเพิ่มขึ้นมาก สัดส่วน SG&A ต่อยอดขายจึงเพิ่มเป็น 4.4% ใน 3Q22 จาก 4.0% ใน 2Q22 และ 2.8% ใน 3Q21
- จากอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้นมาก ทำให้อัตรากำไร EBITDA ยังมีแนวโน้มดีขึ้นเป็น 29.8% ใน 3Q21 จาก 20.0% ใน 2Q22 และ 27.1% ใน 3Q21 (แม้สัดส่วน SG&A สูงขึ้น) โดย STARK รายงาน EBITDA รวมออกมาที่ 2.2 พันลบ. ในไตรมาสนี้ ลดลง 12% y-y แต่เพิ่มขึ้น 67% q-q
- แม้กำไรรวม 9M22 ของ STARK คิดเป็นเพียง 73% ของประมาณการกำไรปี 2022F ของเรา และ 3Q22 ก็น่าจะเป็นไตรมาสที่กำไรสูงสุดของปีนี้ไปแล้ว แต่เรายังคงประมาณการโดยคาด STARK จะยังมีการเติบโตกำไรแข็งแกร่งเมื่อเทียบ y-y คงคำแนะนำ "ซื้อ"

Income Statement		(consolidated)				
Yr-end Dec (Bt m)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	
Revenue	9,777	7,409	6,176	7,332	8,344	
<b>Gross profit</b>	<b>2,653</b>	<b>1,529</b>	<b>1,338</b>	<b>1,466</b>	<b>2,489</b>	
SG&A	273	321	264	292	368	
Operating profit	2,380	1,208	1,074	1,174	2,121	
<b>EBITDA</b>	<b>2,497</b>	<b>1,320</b>	<b>1,182</b>	<b>1,316</b>	<b>2,203</b>	
Other income	6	6	8	10	7	
Other expense	0	0	0	0	0	
Interest expense	271	268	249	242	259	
<b>Profit before tax</b>	<b>2,116</b>	<b>946</b>	<b>832</b>	<b>941</b>	<b>1,870</b>	
Income tax	289	223	242	299	237	
Equity & invest. income	(0)	1	(0)	0	(1)	
Minority interests	(3)	(2)	(12)	2	(6)	
Extraordinary items	(911)	198	(9)	46	(670)	
<b>Net profit</b>	<b>913</b>	<b>919</b>	<b>570</b>	<b>691</b>	<b>956</b>	
<b>Normalized profit</b>	<b>1,824</b>	<b>721</b>	<b>579</b>	<b>644</b>	<b>1,626</b>	
EPS (Bt)	0.08	0.08	0.05	0.06	0.08	
Normalized EPS (Bt)	0.15	0.06	0.05	0.05	0.14	

Balance Sheet		(consolidated)				
Yr-end Dec (Bt m)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	
Cash & ST investment	1,135	1,029	647	726	453	
A/C receivable	14,064	15,571	14,715	17,570	19,615	
Inventory	10,978	10,487	12,999	14,971	15,104	
Other current assets	1,025	875	1,504	951	631	
Investment	319	329	316	306	290	
Fixed assets	4,508	4,413	4,398	4,438	4,491	
Other assets	6,474	6,438	6,593	6,512	6,511	
<b>Total assets</b>	<b>38,502</b>	<b>39,142</b>	<b>41,172</b>	<b>45,473</b>	<b>47,096</b>	
S-T debt	4,761	5,742	6,999	8,241	9,492	
A/C payable	17,637	17,093	18,095	20,233	20,785	
Other current liabilities	687	714	560	593	1,034	
L-T debt	8,878	8,347	7,723	7,981	6,277	
Other liabilities	668	655	636	707	775	
Minority interest	65	87	99	97	103	
<b>Shareholders' equity</b>	<b>5,807</b>	<b>6,505</b>	<b>7,060</b>	<b>7,621</b>	<b>8,631</b>	
Working capital	7,404	8,965	9,618	12,308	13,934	
Total debt	13,639	14,089	14,722	16,222	15,768	
<b>Net debt</b>	<b>12,504</b>	<b>13,060</b>	<b>14,075</b>	<b>15,496</b>	<b>15,315</b>	

Income Statement		9M as				
(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2022F	2022F	2023F	
Revenue	14	(15)	71	30,861	34,395	
<b>Gross profit</b>	<b>70</b>	<b>(6)</b>	<b>74</b>	<b>7,145</b>	<b>8,311</b>	
SG&A	26	35	72	1,279	1,440	
Operating profit	81	(11)	74	5,867	6,871	
<b>EBITDA</b>	<b>67</b>	<b>(12)</b>	<b>74</b>	<b>6,355</b>	<b>7,438</b>	
Other income	(22)	25	73	34	33	
Other expense				0	0	
Interest expense	7	(4)	75	999	1,010	
<b>Profit before tax</b>	<b>99</b>	<b>(12)</b>	<b>74</b>	<b>4,902</b>	<b>5,894</b>	
Income tax	(21)	(18)	79	980	1,297	
Equity & invest. income	na	na		0	0	
Minority interests	na	na	na	(14)	(15)	
Extraordinary items	na	na		0	0	
<b>Net profit</b>	<b>38</b>	<b>5</b>	<b>57</b>	<b>3,908</b>	<b>4,582</b>	
<b>Normalized profit</b>	<b>152</b>	<b>(11)</b>	<b>73</b>	<b>3,908</b>	<b>4,582</b>	
EPS (Bt)	38	5	76	0.25	0.29	
Normalized EPS (Bt)	152	(11)	97	0.25	0.29	

Financial Ratios		%				
(%)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	
Sales grow th	110.0	49.9	32.7	39.6	(14.7)	
Operating profit grow th	235.3	169.4	59.1	96.0	(10.9)	
EBITDA grow th	206.8	142.0	52.8	87.3	(11.8)	
Norm profit grow th	295.5	429.8	59.8	118.2	(10.9)	
Norm EPS grow th	295.5	429.8	59.8	118.2	(10.9)	
Gross margin	27.1	20.6	21.7	20.0	29.8	
Operating margin	24.3	16.3	17.4	16.0	25.4	
EBITDA margin	25.5	17.8	19.1	17.9	26.4	
Norm net margin	18.7	9.7	9.4	8.8	19.5	
D/E (x)	2.3	2.1	2.1	2.1	1.8	
Net D/E (x)	2.1	2.0	2.0	2.0	1.8	
Interest coverage (x)	9.2	4.9	4.7	5.4	8.5	
Interest rate	8.6	7.7	6.9	6.3	6.5	
Effective tax rate	13.6	23.6	29.0	31.8	12.6	
ROA	20.5	7.4	5.8	5.9	14.1	
ROE	138.8	46.9	34.1	35.1	80.0	

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 88 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2211A, ADVANC16C2301A, ADVANC16C2302A, AMATA16C2212A, AOT16C2212A, AOT16C2302A, BANPU16C2212A, BANPU16C2302A, BBL16C2212A, BCH16C2211A, BGRIM16C2212A, BGRIM16C2301A, BGRIM16C2302A, BH16C2212A, BH16C2212B, BLA16C2212A, BLA16C2302A, BTS16C2301A, CBG16C2301A, CBG16C2301B, CBG16C2302A, COM716C2211A, COM716C2211B, COM716C2211C, COM716C2302A, CPALL16C2211A, CPN16C2301A, CRC16C2303A, DOHOME16C2301A, DOHOME16C2303A, DTAC16C2212A, EA16C2211A, EA16C2303A, ESSO16C2302A, FORTH16C2211A, GPSC16C2301A, GPSC16C2302A, GULF16C2301A, GULF16C2302A, GULF16C2302B, GUNKUL16C2301A, GUNKUL16C2302A, HANA16C2211A, HANA16C2301A, HANA16C2303A, IVL16C2211A, IVL16C2212A, IVL16C2301A, JMART16C2211A, JMART16C2303A, JMT16C2211A, JMT16C2302A, KBANK16C2211A, KBANK16C2301A, KBANK16C2302A, KCE16C2211A, KCE16C2301A, KCE16C2301B, KCE16C2302A, KTB16C2303A, KTC16C2211A, MINT16C2211A, MINT16C2301A, MINT16C2302A, MTC16C2212A, MTC16C2301A, PSL16C2212A, PTG16C2211A, PTTEP16C2212A, PTTEP16C2303A, SAWAD16C2211A, SAWAD16C2302A, SCB16C2211A, SCB16C2301A, SCGP16C2212A, SCGP16C2303A, SET5016C2212A, SET5016C2212B, SET5016C2212C, SET5016P2212A, SET5016P2212B, SINGER16C2212A, SPRC16C2212A, TIDLOR16C2212A, TOP16C2211A, TRUE16C2212A, TTA16C2211A, VGI16C2301A (underlying securities are (ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BBL, BCH, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, COM7, CPALL, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, FORTH, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTB, KTC, MINT, MTC, PSL, PTG, PTTEP, SAWAD, SCB, SCGP, SET50, SINGER, SPRC, TIDLOR, TOP, TTA, VGI, TRUE)). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง 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 ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาศูนย์บริการนำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นาง อัคริณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของ บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)