

สตาร์ค คอรัปอเรชั่น

เตรียมขึ้นแท่นผู้ผลิตสายไฟชั้นนำของโลก

แรงบันดาลใจของ STARK จากนี้มาจากการเติบโตของอุตสาหกรรมไฟฟ้าซึ่งอิงกับแผน PDP
รวมถึงการซื้อกิจการที่เวียดนามซึ่งจะช่วยยกระดับฐานกำไรปี 2563 ขึ้นมาอยู่ที่ 926 ล้านบาท (เติบโต
กว่า 6 เท่าตัว) และปี 2564 กำไรจะก้าวกระโดดมาอยู่ที่ 1.6 พันล้านบาท

STARK ผู้ผลิตสายไฟของไทยรายใหญ่อันดับ 2 ภายใต้แบรนด์ “Phelps dodge”

ก่อนจะเป็น STARK เดิมคือบริษัท SMM ที่ประกอบธุรกิจสื่อและมัลติมีเดีย แต่ได้ถูก STARK เข้าซื้อ
ธุรกิจแบบย้อนกลับ (Reverse Takeover) และขายธุรกิจเดิมออกไปเมื่อ 15 ส.ค. 62 โดยในปัจจุบัน
STARK เป็น holding company ถือหุ้นบริษัท PDITL 99.3% ซึ่งทำธุรกิจผลิตและขายสายไฟฟ้าและ
เคเบิลภายใต้แบรนด์ Phelps Dodge (90% ของรายได้รวม) โดย PDITL มีส่วนแบ่งการตลาดสูงถึง
อันดับที่ 13 ของโลกและอันดับที่ 2 ของไทย อีกทั้งเป็นบริษัทเดียวในอาเซียนที่ผลิตสายไฟแรงดันสูง
พิเศษได้ จึงทำให้มีอัตรากำไรเหนือคู่แข่ง นอกจากนี้ยังมีอีกธุรกิจคือให้บริการทรัพยากรบุคคลใน
ธุรกิจผลิตและสำรวจปิโตรเลียมผ่านการถือหุ้นบริษัท อติสรสงขลา 99.9% (10% ของรายได้รวม)

เพิ่มความแข็งแกร่งด้วยการซื้อ “Thipha Cable” ผู้ผลิตสายไฟรายใหญ่ของเวียดนาม

โดยปกติแล้วผลิตภัณฑ์สายไฟฟ้าและเคเบิลจะเติบโตตามอัตราการเติบโตของเศรษฐกิจ (GDP
Growth) ของแต่ละประเทศ ถึงแม้ในระยะสั้นอาจมีการชะลอตัวบ้างตามเศรษฐกิจที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน
แต่ภาพระยะยาวยังเห็นการเติบโตที่ชัดเจนทั้งในไทยและอาเซียน โดยเฉพาะในเวียดนามที่อยู่ในช่วง
การเติบโตสูง GDP Growth 6-8% ต่อปี ทำให้ความต้องการใช้ไฟฟ้าเพิ่มขึ้น โดย STARK เล็งเห็น
ผลบวกดังกล่าว จึงเข้าซื้อบริษัท Thipha Cable และ Dovina ผู้ผลิตสายไฟฟ้าและเคเบิลชั้นนำของ
เวียดนาม โดยดีลได้เสร็จสิ้นพร้อมรับรู้รายได้ใน 2Q63 ซึ่ง STARK เห็นถึงโอกาส Integration ร่วมกัน
เนื่องจากเวียดนามมีความได้เปรียบในด้านต้นทุนค่าไฟและแรงงานที่ถูกกว่าไทย ขณะที่ PDITL
ได้เปรียบต้นทุนนำเข้าวัตถุดิบทองแดงที่ต่ำ จึงทำให้คาดว่าจะสามารถลดต้นทุนได้ถึง 10-15%

ยกระดับกำไรปี 2563 สูงขึ้นใหม่จากการทำ M&A เวียดนาม

ฝ่ายวิจัยคาดการณ์กำไรปี 2563 จะเติบโตมีนัยถึง 647.4%yoy มาอยู่ที่ 926 ล้านบาท เพราะไม่มีค่าใช้จ่าย
ปรับโครงสร้างธุรกิจเหมือนปี 2562 อีกทั้งคาดว่า STARK จะเริ่มรับรู้รายได้ Thipha และ Dovina เข้า
มา 9 เดือนปีนี้ รวมถึง PDITL มีแผนขยายกลุ่มลูกค้าเชิงรุกทั้งรัฐและเอกชน ควบคู่กับการลดต้นทุน
ขณะที่ปี 2564 คาดกำไรสุทธิโตต่อ 70%yoy มาอยู่ที่ 1.6 พันล้านบาท หนุนจากการรับรู้ 2 บริษัทใหม่
เต็มที่ทั้งปี และการเพิ่มยอดขายสายไฟจากลูกค้าเดิมและใหม่ ซึ่งคาดว่าจะทำให้รายได้หลักจากการ
ขายไฟเพิ่มขึ้นเกือบ 35%yoy และเสริมด้วยด้วยการบริหารต้นทุนที่ดีขึ้นซึ่งทำให้ GPM เพิ่มขึ้น

ประเมิน FV ปี 64 เท่ากับ 2.52 บาท/หุ้น อิง PER 38 เท่า

ฝ่ายวิจัยประเมิน FV ณ สิ้นปี 2564 เท่ากับ 2.52 บาท/หุ้น (ภายใต้สมมติฐานที่มีโอกาสเติบโตจากการ
ทำ M&A เพิ่มเติมและต้องไม่มีการเพิ่มทุนจากนี้) อิง PER 38 เท่า ซึ่งถือเป็นระดับที่สูงกว่าค่าเฉลี่ย
PER หุ่นกลุ่มเดียวกันที่เป็นคู่แข่งอย่าง CTW ซึ่งมี PER 26 เท่า เพราะ STARK อยู่ในช่วงของการ
เติบโตอย่างก้าวกระโดด (Growth stage) แนะนำ “ซื้อ”

Table with 6 columns: FY: ปีใด 31 ธ.ค., FY61A, FY62A, FY63F, FY64F, FY65F. Rows include revenue, profit, EPS, PER, DPS, Dividend Yield, BVS, and share count.

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้จัดทำขึ้น
โดยอ้างอิงถึงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารหรือไม่ก็
ตาม ส่วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือผูกพันใดๆ กับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่ว่ากรณีใด

วันอังคารที่ 19 พฤษภาคม พ.ศ. 2563

STARK

แนะนำ : ซื้อ



Table with 2 columns: Metric, Value. Rows include current price (2.22), target price (2.52), upside (13.4%), dividend yield (0.7%), total return (14.2%), and market cap (52,864).

Technical Chart



นลินรัตน์ กิตติคำพลรัตน์
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 018350
nalinrat@asiaplus.co.th

เวกิต ตั้งจินดากุล
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 111598
wetid@asiaplus.co.th

STARK พัวผลิตสายไฟของไทยรายใหญ่อันดับ 2 ภายใต้แบรนด์ “Phelps dodge”

ในอดีตก่อนจะมาเป็นบริษัท สตาร์ค คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (STARK) เดิมคือ บริษัท สยามอินเตอร์มัลติมีเดีย จำกัด (มหาชน) (SMM) ประกอบธุรกิจสื่อและมัลติมีเดีย แต่เมื่อวันที่ 9 ก.ค. 2562 ได้ถูก STARK เข้าซื้อธุรกิจแบบย้อนกลับ (Reverse Takeover) และได้มีการจำหน่ายธุรกิจเดิมข้างต้นออกไปในวันที่ 15 ส.ค. 2562 โดยในปัจจุบัน STARK เป็น holding company ถือหุ้นในบริษัทอื่นๆ ที่ประกอบธุรกิจหลักอยู่ 2 ประเภท แบ่งเป็น

(1) **ธุรกิจผลิต จำหน่ายสายไฟฟ้าและเคเบิล** ผ่านบริษัทย่อย เฟลป์ส ดอดจ์ อินเตอร์เนชั่นแนล (ไทยแลนด์) จำกัด (PDITL) (STARK ถือหุ้น 99.3%) (คิดเป็นสัดส่วนราว 90% ของรายได้รวม)

STARK ได้ทยอยเข้าซื้อสัดส่วนถือหุ้น PDITL เมื่อปี 2558 จากกลุ่มบริษัท Phelps Dodge แห่งสหรัฐฯ (บริษัทแม่) ที่ได้มีการขายเงินลงทุนในต่างประเทศออกไป ทั้งนี้ PDITL ถือเป็นผู้ผลิตและจำหน่ายสายไฟหลากหลายชนิดไปสู่ตลาดในประเทศและตลาดโลกตั้งแต่สายไฟฟ้าเปลือย, สายไฟฟ้าทั่วไป รวมถึงสายแรงดันไฟฟ้าต่ำ (Low Voltage) <3kV ไปจนถึงระดับแรงดันสูงพิเศษ (Extra High Voltage) 220-500kV โดย PDITL ถือเป็นผู้ผลิตที่มีส่วนแบ่งการตลาด (Market Share) ราว 25% หรืออันดับ 2 ของตลาดในประเทศ ขณะที่ในระดับโลกมีส่วนแบ่งการตลาดอยู่ในระดับชั้นนำของโลกที่อันดับ 13 และเป็นเพียงบริษัทเดียวในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ที่มีศักยภาพในการผลิตและจำหน่ายสายไฟฟ้า Extra High Voltage ซึ่งคู่แข่งในตลาดโลกมีน้อยราย ทำให้อัตราทำกำไรจากการขายสายไฟฟ้างดงามมีสูง (ดังภาพหน้า 3)

ปัจจุบัน PDITL มีโรงงานทั้งสิ้น 2 แห่งตั้งอยู่ที่ อ.บางพลี จ.สมุทรปราการ และ อ.นิคมพัฒนา จ.ระยอง โดยมีกำลังการผลิตสายไฟฟ้าตัวนำทองแดง 3 หมื่นเมตริกตัน/ปี (Utilization rate 68%) และสายไฟฟ้าตัวนำอลูมิเนียม 2.5 หมื่นเมตริกตัน/ปี (Utilization rate 74%)

สำหรับกลยุทธ์ของการขายผลิตภัณฑ์สายไฟฟ้าของ STARK ปัจจุบันแบ่งเป็น

- ขายให้กับลูกค้าในประเทศสัดส่วนกว่า 90% ของรายได้รวม (แบ่งเป็นลูกค้าภาคเอกชน (Business to Business: B2B) ซึ่งเป็นกลุ่มเจ้าของโครงการต่างๆโดยตรงหรือกลุ่มผู้รับเหมา (EPC) งานระบบไฟฟ้า และกลุ่มตัวแทนจำหน่ายสัดส่วน 60% และอีก 30% เป็นลูกค้าภาครัฐ (Business to Government: B2G) ซึ่งหลักๆคือ 3 การไฟฟ้าทั้งการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (EGAT), การไฟฟ้าส่วนภูมิภาค (PEA) และการไฟฟ้านครหลวง (MEA))
- ขายให้กับลูกค้าในต่างประเทศ สัดส่วน 10% ของรายได้รวม ซึ่งเป็นการส่งตรงจากผู้ใช้งานจริง (End User) ทั้งภาครัฐและเอกชนในต่างประเทศ

(2) **ธุรกิจให้บริการด้านทรัพยากรบุคคลด้านธุรกิจผลิตและสำรวจปิโตรเลียม** (คิดเป็นสัดส่วนราว 10% ของรายได้รวม) ผ่านบริษัทย่อย อติสรสงขลา จำกัด (STARK ถือหุ้น 99.9%)

STARK เข้าซื้อบริษัท อติสรฯ เมื่อวันที่ 25 ธ.ค. 2562 ที่ผ่านมาจากบริษัท ฟินวีล 2 จำกัด (ฟินวีล 2) โดยอติสรสงขลาทำธุรกิจให้บริการนอกชายฝั่ง (Offshore services) ด้วยการหาบุคลากรเพื่อเข้าทำงานที่แท่นผลิตปิโตรเลียม รวมถึงบริการอื่นที่เกี่ยวข้องกับปิโตรเลียม อาทิ การทำความสะอาดเรือและถังน้ำมันบนเรือ และการก่อสร้างชิ้นงาน เป็นต้น อีกทั้งยังให้บริการบนชายฝั่ง (Onshore services) เช่าคลังสินค้า อุปกรณ์และเครื่องจักร ซึ่งถือเป็นธุรกิจที่สร้างรายได้สม่ำเสมอ (Recurring Income) และกำไรสุทธิต่อปีเฉลี่ย 1.4 พันล้านบาท และ 110-140 ล้านบาท ตามลำดับ

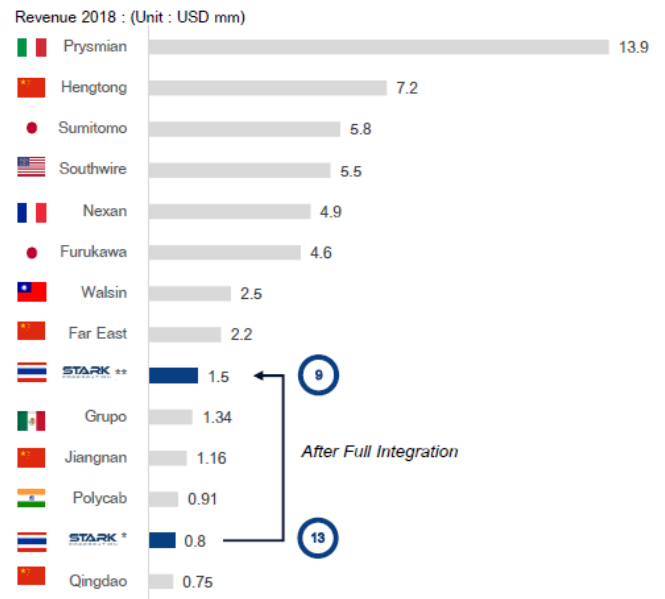
โครงสร้างธุรกิจของ STARK



ที่มา : STARK

หมายเหตุ กรอบสีแดงคือบริษัทที่อยู่ระหว่างการเข้าซื้อ คาดเสร็จสิ้นใน 2Q63

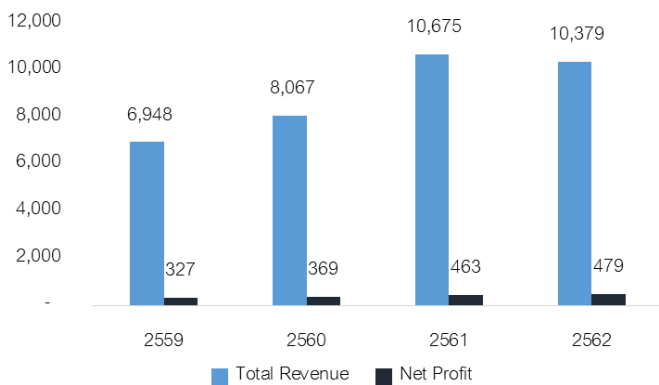
ส่วนแบ่งการตลาดของ STARK ในปี 2561



ที่มา : STARK

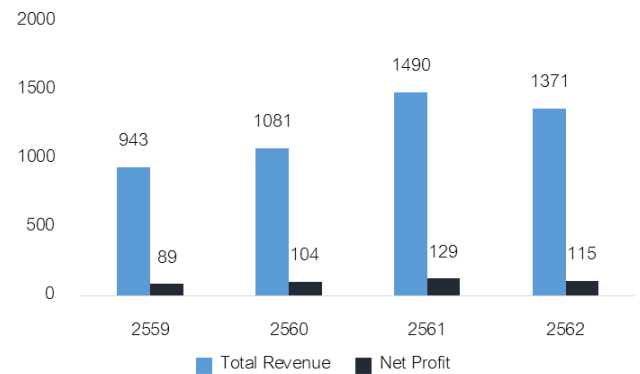
หมายเหตุ After full integration with ThaiPha Cable และ Dovina

รายได้และกำไรสุทธิของ PDITL ปี 2559-62



ที่มา : STARK

รายได้และกำไรสุทธิของ Adisorn ปี 2559-62







ที่มา : STARK

ผลิตภัณฑ์สายไฟฟ้าของ STARK



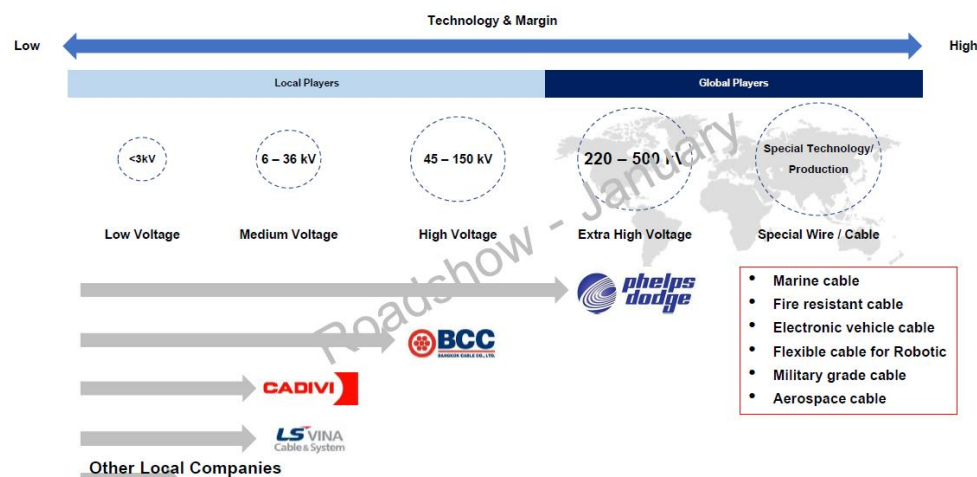
ที่มา : STARK

คู่แข่งธุรกิจผลิตสายไฟฟ้าในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้

	Extra High Voltage (220 - 500 kV)	High Voltage (45 - 150 kV)	Medium Voltage (6 - 36 kV)	Low Voltage (<3 kV)	Extra Low Voltage (Instrument & Control wire)
 STARK CORPORATION	✓	✓	✓	✓	✓
 BCC	✗	✓	✓	✓	✓
 CADIVI	✗	✗	✓	✓	✓
 LS VINA Cable & System	✗	✗	✓	✓	✓
Other 50 Companies	✗	✗	✗	✓	✓

ที่มา : STARK

ตลาดสายไฟฟ้าและความสามารถในการแข่งขันของ STARK ผ่าน PDITL



ที่มา : STARK

เพิ่มความแข็งแกร่งด้วยการซื้อ “Thipha Cable” ผู้ผลิตสายไฟรายใหญ่ของเวียดนาม

โดยปกติแล้วผลิตภัณฑ์สายไฟฟ้าและเคเบิลจะเติบโตตามอัตราการเติบโตของเศรษฐกิจ (GDP Growth) ของแต่ละประเทศ ซึ่งส่วนใหญ่ผลิตภัณฑ์จะถูกนำมาใช้ในธุรกิจผลิตไฟฟ้า, อสังหาริมทรัพย์, รับเหมาก่อสร้าง และปิโตรเคมี เป็นต้น ถึงแม้ในระยะสั้นอาจมีการชะลอตัวบ้างตามเศรษฐกิจที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน แต่ภาพระยะยาวยังเห็นการเติบโตที่ชัดเจนทั้งในไทยและอาเซียน

สำหรับประเทศไทย อุตสาหกรรมสายไฟฟ้าและเคเบิลมีโอกาสเติบโตตามแผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าของประเทศไทย (PDP) ที่ภาครัฐจะทยอยเปิดให้ประมูลโรงไฟฟ้าต่างๆ ในอนาคต รวมถึงการตั้งเป้าให้ไทยเป็นศูนย์กลางสายส่งไฟฟ้าในอาเซียน ส่งผลให้มีความต้องการใช้สายส่งไฟฟ้าและสายเคเบิลเพิ่มขึ้นตาม อีกทั้งล่าสุดในปี พ.ร.บ.งบประมาณรายจ่ายประจำปี 2563 ได้ผ่านมติของรัฐบาลเรียบร้อยแล้ว ดังนั้นจึงคาดว่าจะระยะถัดไปจะเห็นการเบิกจ่ายงบประมาณเพื่อลงทุนโครงสร้างพื้นฐานต่างๆ ซึ่งรวมไปถึงที่เกี่ยวข้องกับไฟฟ้าซึ่งต้องเกี่ยวข้องกับผลิตภัณฑ์ PDITL ในระยะถัดไป

อุตสาหกรรมสายไฟฟ้าและเคเบิลในไทยถือเป็นอุตสาหกรรมที่มีผู้แข่งขันน้อยราย (Oligopoly Market) โดยเฉพาะตลาดสายไฟฟ้าแรงดันสูงและสูงพิเศษ (High-Extra High Voltage) ซึ่ง STARK ได้ให้น้ำหนักในการเจาะตลาดกลุ่มนี้ เนื่องจากมีอัตรากำไรที่สูงกว่าสายไฟแรงดันต่ำ โดยตลาดดังกล่าวคิดเป็น 60% ของมูลค่าตลาดสายไฟฟ้าและเคเบิลรวม ซึ่งผู้ประกอบการหลักๆ มี 3 ราย ได้แก่

- (1) บริษัทหอยเพลล์ส ดอตจ อินเตอร์เนชั่นแนล (ไทยแลนด์) จำกัด (PDITL)
- (2) บริษัท สายไฟฟ้า บางกอกเคเบิล จำกัด (BCC)
- (3) บริษัท สายไฟฟ้าไทย-ยาซากิ จำกัด (THAI YAZAKI)

นอกจากนี้อุตสาหกรรมข้างต้นยังมีอุปสรรคในการเข้าตลาดสูง เนื่องจากต้องใช้เงินลงทุนจำนวนมาก อีกทั้งลูกค้ามักจะใช้บริการผู้ประกอบการที่มีประสบการณ์ในการผลิตและมีผลงานเป็นที่ยอมรับ ทั้งนี้ STARK ถือได้ว่ามีความพร้อมในเรื่องต่างๆข้างต้นโดย PDITL ได้ก่อตั้งในไทยมาแล้วกว่า 52 ปี ตั้งแต่วันที่ 4 มิ.ย. 2511 รวมถึงปัจจุบันได้รับใบรับรองมาตรฐานมากมายในระดับสากล จึงค่อนข้างมีความได้เปรียบและโดดเด่นกว่าคู่แข่ง เพราะคู่แข่งมีมาตรฐานที่ได้รับการยอมรับน้อยกว่า (ปกติแล้วใช้เวลาราวกว่า 3 ปี และเงินทุนราว 1-1.5 ล้านดอลลาร์ต่อการได้รับ 1 ใบอนุญาตรับรองมาตรฐาน) ดังนั้น PDITL จึงถือเป็นตัวเลือกแรกๆในกลุ่มลูกค้าทั้งภาครัฐและเอกชนเลือกใช้

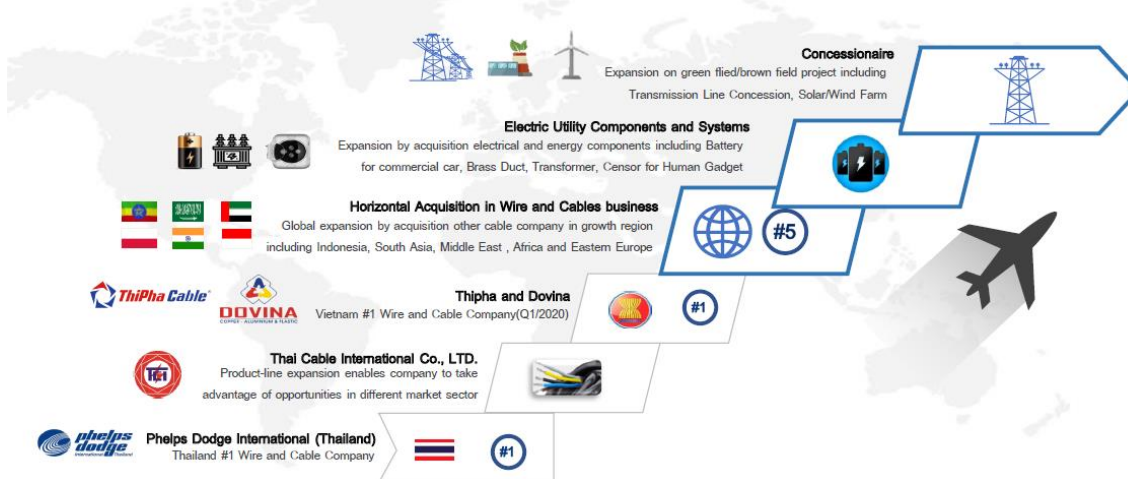
ขณะที่ตลาดต่างประเทศซึ่งปัจจุบันคิดเป็น 10%ของรายได้รวม ก็ยังมีโอกาสเติบโตอีกมากเช่นกัน โดยเฉพาะในกลุ่มประเทศอาเซียน โดยล่าสุด STARK ได้เข้าซื้อบริษัท Thipha Cable และ Dovina ที่เวียดนาม ในสัดส่วน 100% ด้วยราคาซื้อขายราว 8.5 เท่าของ EBITDA ซึ่งถือว่าต่ำกว่าดีลการซื้อกิจการปกติในเวียดนามที่ซื้อขายอยู่ที่ 13-14 เท่าของ EBITDA เนื่องจากเจ้าของบริษัทเดิมต้องการที่จะขายกิจการเพื่อไปลงทุนในธุรกิจสังหาริมทรัพย์ที่มีศักยภาพในการเติบโตเช่นกัน โดยล่าสุดเมื่อ 1 เม.ย. 63 ที่ผ่านมา STARK ได้เข้าซื้อธุรกิจเสร็จสิ้นแล้วและจะรับรู้รายได้ตั้งแต่งวด 2Q63 เป็นต้นไป ทั้งนี้ 2 บริษัทที่เข้าซื้อมีรายละเอียด ดังนี้

(1) Thipha Cable (ก่อตั้ง 2530) ประกอบธุรกิจผลิตสายไฟฟ้าและเคเบิลขายให้กับลูกค้าในอุตสาหกรรมที่ต้องใช้สายไฟทั้งในเวียดนามและต่างประเทศ โดยปัจจุบันมีกำลังการผลิตต่อปี 1.2 แสนตัน (Utilization rate 42% ต่อปี) ผลิตภัณฑ์หลักๆที่ Thipha ผลิตได้มีตั้งแต่สายไฟฟ้าแรงดันต่ำไปจนถึงแรงดันสูง ผลการดำเนินงานที่ผ่านมา EBITDA ต่อปีอยู่ที่ 35-40 ล้านดอลลาร์ฯ

(2) Dovina (ก่อตั้ง 2552) ประกอบธุรกิจนำเข้าแผ่นทองแดง (Copper Cathode) และก้อนอลูมิเนียม (Aluminium Ingot) และแปรรูปเป็นเส้นทองแดงและเส้นอลูมิเนียมเพื่อขายให้กับผู้ผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าและสายเคเบิล (รวม Thipha และลูกค้าอื่นๆ) ปัจจุบันมีกำลังการผลิตต่อปี 1.48 แสนตัน (Utilization rate 48% ต่อปี) และผลการดำเนินงานที่ผ่านมา EBITDA ต่อปีราว 8-9 ล้านดอลลาร์ฯ ทั้งนี้ STARK เชื่อว่าการเข้าซื้อบริษัททั้ง 2 ข้างต้นจะช่วยเพิ่มแรงขับเคลื่อนกำไรต่อจากนี้ เนื่องจาก

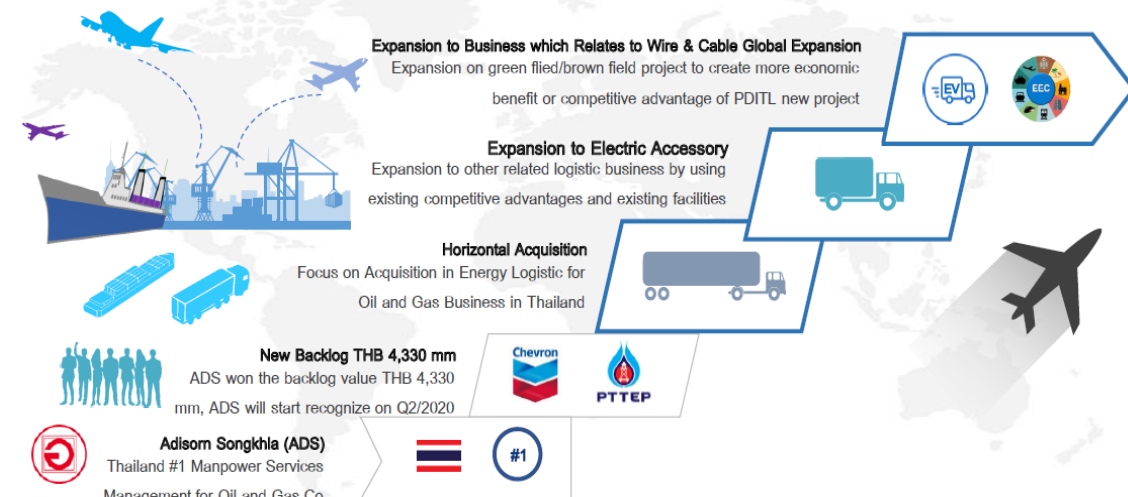
- ประเทศเวียดนามมีอัตราการเติบโตเศรษฐกิจช่วงที่ผ่านมาสูงถึง 6-8% และคาดว่าจะเห็นการเติบโตในระดับนี้ต่อเนื่องในอนาคต เช่นเดียวกับความต้องการใช้ไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นทุกปีตามไปด้วย โดยเวียดนามถือเป็นประเทศที่มีแนวโน้มไฟฟ้าจะไม่เพียงพอใช้ในช่วงไม่กี่ข้างหน้าจากนี้ ดังนั้นแล้วภาครัฐของเวียดนามจึงอยู่ในช่วงลงทุนโครงสร้างพื้นฐานต่างๆเพื่อรองรับการเติบโตที่จะเข้ามา โดยเฉพาะแผนการลงทุนสายไฟฟ้าแรงดันสูงและแรงดันต่ำจากทางเหนือไปสู่ทางใต้ของประเทศให้แล้วเสร็จภายในปี 2568-69 เพื่อรองรับการสร้างกำลังการผลิตไฟฟ้าของโรงไฟฟ้าประเภทต่างๆไม่ว่าจะเป็นก๊าซธรรมชาติ หรือพลังงานทดแทนที่จะทยอยเกิดขึ้นจากนี้
- การเข้าซื้อ Thipha และ Dovina จะทำให้เกิด Integration ร่วมกันกับ PDITL เนื่องจากทั้ง 2 บริษัทที่จะเข้าซื้อ ปัจจุบันมีอัตราการใช้กำลังการผลิต (Utilization rate) เฉลี่ยอยู่ที่ราว 45% เท่านั้น รวมถึงเวียดนามมีต้นทุนค่าไฟและแรงงานที่ถูกกว่าประเทศไทย และเป็นโอกาสที่ PDITL จะส่งวัตถุดิบทองแดงที่ PDITL มีความได้เปรียบในการสั่งซื้อที่ราคาถูกจากการประหยัดต่อขนาด (Economies of Scale) จากไทยไปยังเวียดนาม อีกทั้งทิศทางการทองแดงปัจจุบันอยู่ในช่วงขาสูง จึงทำให้โดยภาพรวมของต้นทุนกระบวนการในการผลิต (Processing cost) ของ PDITL มีความได้เปรียบมากขึ้น สะท้อนมายังต้นทุนในการผลิตสายไฟที่คาดว่าจะลดลงราว 10-15% จากเดิมหลังการเข้าซื้อสำเร็จ
- STARK มีแผนที่ส่ง PDITL มาแข่งขันและเจาะตลาดสายไฟฟ้าและเคเบิลที่เวียดนามซึ่งมีศักยภาพให้เติบโตอีกมากดังที่กล่าว ขณะที่หลังการเข้าซื้อทั้ง 2 บริษัทจะส่ง Thipha Cable และ Dovina มาเจาะตลาดสายส่งไฟฟ้าแรงดันต่ำถึงกลางในไทยซึ่งมีโอกาสเติบโตเช่นกัน จากเดิมที่ในไทย PDITL เน้นแข่งขันเพียงตลาดสายไฟแรงดันสูงเป็นต้นไปเท่านั้น

โอกาสเติบโตอุตสาหกรรมสายไฟฟ้าและเคเบิล (Wire & Cable)



ที่มา : STARK

โอกาสเติบโตอุตสาหกรรมขนส่ง (Logistic)



ที่มา : STARK

ยกระดับกำไรปี 2563 สู่ฐานใหม่จากการทำ M&A เวียดนาม

ฝ่ายวิจัยคาดการณ์ทางกำไรตั้งแต่ปี 2563 จะเป็นการยกระดับขึ้นสู่ฐานใหม่ ภายใต้สมมติฐาน ดังนี้

ปี 2563 คาดกำไรสุทธิเติบโตมียอดถึง 647.4%yoy มาอยู่ที่ 926 ล้านบาท มี 5 ปัจจัยหนุน ได้แก่

(1) ปี 2563 จะไม่มีค่าใช้จ่ายพิเศษที่เกิดขึ้นจากการปรับโครงสร้างธุรกิจเช่นที่เกิดขึ้นในปี 2562 ที่เกิดขึ้นจำนวน 268.6 ล้านบาท (แบ่งเป็นค่าใช้จ่ายซื้อสถานะบริษัทจดทะเบียน 162.4 ล้านบาท บวกกับขาดทุนจากการยกเลิกธุรกิจเดิม 15.8 ล้านบาท และค่าธรรมเนียมกับค่าใช้จ่ายที่ปรึกษาปรับโครงสร้างธุรกิจอีก 90.4 ล้านบาท)

(2) การเข้าซื้อ ThiPha และ Dovina ในเวียดนาม หากสำเร็จตามแผนจะเริ่มรับรู้ผลการดำเนินงานเข้ามาตั้งแต่ 2Q63 เป็นต้นไป ซึ่งสมมติฐานฝ่ายวิจัยกำหนดให้รับรู้เป็นเวลา 9 เดือนในปี 2563

(3) PDITL มีแผนขยายกลุ่มลูกค้าในเชิงรุกมากขึ้นผ่านทุกช่องทางการจัดจำหน่ายทั้งในส่วนของการขายให้ภาครัฐ โดยเฉพาะ 3 การไฟฟ้า (EGAT, MEA, PEA) ที่คาดว่าจะมีการใช้งบประมาณซื้อสายไฟฟ้าและเคเบิลมากขึ้น รวมถึงภาคเอกชนในอุตสาหกรรมต่างๆ อีกทั้งยังมีช่องทางการขายให้กับผู้รับเหมาก่อสร้าง EPC และผู้แทนจำหน่ายในร้านค้าต่างๆ

- (4) รับรู้บริษัท อติสรสงขลา จำกัด ซึ่งทำธุรกิจให้บริการด้านทรัพยากรบุคคลเข้ามาเต็มทั้งปี
- (5) STARK มีแผนควบคุมต้นทุน (Lean Management) ด้วยการจัดการห่วงโซ่อุปทาน (Supply chain) ให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น ตั้งแต่ขั้นตอนการจัดหาวัตถุดิบซึ่งปัจจุบันต้นทุนทองแดงและอลูมิเนียมมีแนวโน้มลดลง ไปจนถึงขั้นตอนในการผลิตที่ลดลง ส่งผลให้สุทธิแล้วต้นทุนขายคาดว่าจะลดลงตามได้และสะท้อนมายังอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ที่ดีขึ้น โดยฝ่ายวิจัยกำหนดให้เพิ่มขึ้นเป็น 13% จาก 12.3% ในปี 2562

และในปี 2564 คาดกำไรปกติยังเติบโต 70%yoy มาอยู่ที่ 1.6 พันล้านบาท ได้ปัจจัยหนุนหลักจากการรับรู้ Thipha และ Dovina ในเวียดนาม เต็มทั้งปี และภายใต้สมมติฐาน utilization rate ที่เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่เฉลี่ย 60% รวมถึงยอดขายสายไฟและเคเบิลของ PDITL ที่คาดปรับตัวเพิ่มขึ้น ภายใต้สถานการณ์เศรษฐกิจโลกที่กลับสู่สถานการณ์ปกติ ส่งผลให้รายได้หลักจากการขายเพิ่มขึ้น 35%yoy มาอยู่ที่ 2.8 หมื่นล้านบาท

ขณะที่ในปี 2565 คาดกำไรปกติเพิ่มขึ้นอีก 12.6%yoy มาอยู่ที่ 1.8 พันล้านบาท โดยหนุนจากยอดขายที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 8.6%yoy จากทั้ง PDITL, Thipha และ Dovina รวมกันมาอยู่ที่เกือบ 3 หมื่นล้านบาท รวมดอกเบี้ยจ่ายที่คาดว่าจะลดลง 8%yoy มาอยู่ที่ 436 ล้านบาท

สมมติฐานในการทำประมาณการ

สมมติฐานในการทำประมาณการ	2561	2562	2563F	2564F	2565F
Capacity (เมตริกตัน/ปี) (PDITL)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Utilization rate PDITL	60%	70%	77%	79%	80%
Capacity (แสนตัน/ปี) (ThiPha)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Utilization rate ThiPha	42%	42%	47%	52%	55%
Capacity (แสนตัน/ปี) (Dovina)	1.48	1.48	1.48	1.48	1.48
Utilization rate Dovina	48%	48%	50%	55%	55%
GPM ธุรกิจขายสายไฟฟ้าและเคเบิล (PDITL, ThiPha, Dovina)	12.3%	12.3%	13.0%	13.9%	14.1%
GPM ธุรกิจให้บริการทรัพยากรบุคคล (อติสรสงขลา)	13.9%	12.6%	13.0%	13.0%	13.0%
SG&A/Sales	2.8%	3.4%	3.7%	3.5%	3.5%
จำนวนหุ้น (ล้านหุ้น)	0.01	11,305	23,813	23,813	23,813

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

ประเมิน FV ปี 64 เท่ากับ 2.52 บาท/หุ้น ภายใต้ PER 38 เท่า

ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าพื้นฐาน ณ สิ้นปี 2564 เท่ากับ 2.52 บาท/หุ้น (ภายใต้สมมติฐานที่มีโอกาสเติบโตจากการทำ M&A เพิ่มเติมและต้องไม่มีการเพิ่มทุนจากนี้) อิง PER 38 เท่า ทั้งนี้สมมติฐาน PER ที่กำหนดไว้เป็นระดับที่สูงกว่าค่าเฉลี่ย PER หุ้นในกลุ่มเดียวกันที่เป็นคู่แข่งอย่าง CTW (บริษัท จรุงไทยไวร์แอนด์เคเบิล จำกัด (มหาชน)) ซึ่งมี PER และ PBV อยู่ที่ 26 และ 0.47 เท่า ตามลำดับ เนื่องจาก STARK อยู่ในช่วงของการเติบโตอย่างก้าวกระโดด (Growth stage) แนะนำ “ซื้อ”

ตารางประเมินมูลค่า PER (เท่า) และ FV ปี 2564

PER (เท่า)	มูลค่าพื้นฐานปี 2564 (บาท/หุ้น)
25	1.66
30	1.99
35	2.32
40	2.65
45	2.98
50	3.31
55	3.64

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

ตารางประเมินมูลค่า PBV (เท่า) และ FV ปี 2564

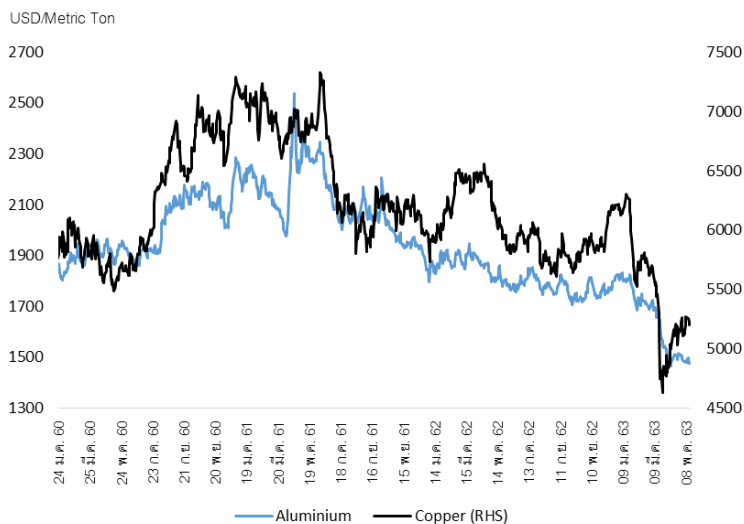
PBV (เท่า)	มูลค่าพื้นฐานปี 2564 (บาท/หุ้น)
1	0.15
1.5	0.23
2	0.30
2.5	0.38
3	0.45
3.5	0.53
4	0.60

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

ความเสี่ยงที่สำคัญของ STARK

- (1) ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาทองแดงและอลูมิเนียม ซึ่งเป็นวัตถุดิบสำคัญที่ใช้ในการผลิตสายไฟฟ้าและเคเบิลของ PDITL โดยราคาซื้อขายอ้างอิงกับตลาดโลกอย่าง London Metal Exchange (LME) ดังนั้นหากราคาสูงขึ้นและผันผวนอาจส่งผลกระทบต่อต้นทุนของ PDITL มีนัยยะแต่อย่างไรก็ตามด้วยลักษณะการคิดราคาขายสายไฟฟ้าของ PDITL ใช้วิธี cost plus margin แบบมี lag time จึงทำให้ไม่ได้รับผลกระทบจากความผันผวนของต้นทุนวัตถุดิบดังกล่าวมากนัก
- (2) ความเสี่ยงจากการพึ่งพาลูกค้ารายใหญ่ โดย PDITL มีลูกค้ารายใหญ่ทั้งสิ้น 3 ราย ได้แก่ 1. บริษัท คอมมิวนิเคชั่น แอนด์ ซิสเต็มส์ โซลูชั่น จำกัด (มหาชน) (CSS) 2. การไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (EGAT) 3. การไฟฟ้าส่วนภูมิภาค (PEA) ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนราว 18%, 12% และ 10% ของรายได้รวม ทั้งนี้ในอนาคตหากลูกค้ากลุ่มเหล่านี้ไม่สั่งซื้อจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของ STARK ได้
- (3) การแข่งขันที่สูงในอุตสาหกรรมอาจทำให้ PDITL สูญเสียส่วนแบ่งทางการตลาดที่ปัจจุบันมีอยู่ราว 25% ให้กับลูกค้าได้ โดยผู้ผลิตและจำหน่ายสายไฟฟ้ารายใหญ่หลักๆที่เป็นคู่แข่งได้แก่ บริษัท สายไฟฟ้าบางกอกเคเบิล จำกัด (BCC), บริษัท ไทยยาซากิ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (Thai YAZAKI) , บริษัท จรุงไทยไวร์แอนด์เคเบิล จำกัด (มหาชน) (CTW),
- (4) ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน เนื่องจากวัตถุดิบหลักของ PDITL ซื้อขายในรูปสกุลเงิน USD ขณะที่รายได้หลักของ PDITL ส่วนใหญ่อยู่ในรูปเงินบาท ดังนั้นความผันผวนของ Fx อาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทได้
- (5) ความเสี่ยงจากเศรษฐกิจที่ชะลอตัวมากกว่าคาดอาจส่งผลให้การขายผลิตภัณฑ์สายไฟฟ้าและเคเบิลไม่เป็นไปตามแผนและมีโอกาสต่ำกว่าสมมติฐาน ซึ่งจะทำให้ฝ่ายวิจัยต้องทบทวนปรับลดประมาณการและมูลค่าพื้นฐาน

ราคาทองแดงและอลูมิเนียมตลาดโลก LME ในช่วงปี 2560-ปัจจุบัน



ที่มา : Bloomberg / ฝ่ายวิจัย ASPS

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2562-65

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2562	2563F	2564F	2565F
รายได้หลัก	10,150	20,234	27,333	29,673
ต้นทุนขาย	(8,905)	(17,612)	(23,474)	(25,455)
กำไรขั้นต้น	1,244	2,621	3,859	4,218
รายได้อื่นๆ	1,458	1,520	1,520	1,520
ต้นทุนอื่นๆ	(1,456)	(1,747)	(1,924)	(1,983)
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(349)	(749)	(957)	(1,039)
EBITDA	1,083	1,851	2,720	2,957
EBIT	890	1,649	2,501	2,720
ดอกเบี้ยจ่าย	(487)	(456)	(474)	(436)
EBT	403	1,193	2,027	2,283
ภาษีเงินได้	(145)	(263)	(446)	(502)
กำไรปกติ	241	926	1,578	1,777
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	152	-	-	-
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	118	5	3	4
รายการพิเศษอื่น ๆ	(178)	-	-	-
กำไรสุทธิ	124	926	1,578	1,777
การเติบโตของรายได้	-2.6%	99.4%	35.1%	8.6%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	-65.8%	647.4%	70.4%	12.6%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	12.3%	13.0%	14.1%	14.2%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	1.1%	4.3%	5.5%	5.7%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2Q62	3Q62	4Q62	1Q63
รายได้หลัก	86	2,455	7,529	2,668
ต้นทุนขาย	(118)	(2,112)	(6,487)	(2,277)
กำไรขั้นต้น	(32)	342	1,042	391
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(27)	(79)	(224)	(75)
EBIT	(68)	82	1,006	455
ดอกเบี้ยจ่าย	(6)	(114)	(363)	(97)
รายได้อื่นๆ	1	6	1,450	356
EBT	(74)	(32)	644	342
ภาษีเงินได้	(2)	(32)	(73)	(79)
กำไรปกติ	(75)	56	343	151
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	-	42	110	-
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(0)	1	117	2
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	(178)	-	-
กำไรสุทธิ	(75)	(81)	454	261
การเติบโตของรายได้	6.6%	2763.6%	206.7%	-64.6%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	-56.6%	7.8%	-659.5%	-42.5%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	-37.7%	14.0%	13.8%	14.7%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	-86.6%	-3.2%	5.0%	8.6%

อัตราส่วนทางการเงิน				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2562	2563F	2564F	2565F
Current Ratio (เท่า)	1.07	1.20	1.27	1.27
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	2.42	4.75	5.19	5.21
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	2.5	4.4	4.6	4.2
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	1.58	3.50	3.81	3.47
Debt to Equity Ratio	4.47	5.38	4.78	3.79
Net Gearing ratio (%)	152.8%	306.8%	224.9%	171.9%
ROAA (%)	1.0%	5.2%	7.6%	8.3%
ROAE (%)	5.4%	33.3%	44.2%	39.8%

หมายเหตุ ผลการดำเนินงาน 1H62 เป็นของบริษัท สยามอินเตอร์ มัลติมีเดีย จำกัด (มหาชน) (SMM) แต่เมื่อ STARK เข้าซื้อธุรกิจแบบ ย้อนกลับ (Reverse Takeover) และได้มีการจำหน่ายธุรกิจเดิมข้างต้น ออกไปในวันที่ 15 ส.ค. 2562 ทำให้ตั้งแต่ 3Q62 เริ่มมีการรับรู้ผลการดำเนินงานของ PDITL และใน 4Q62 มีการรับรู้ผลการดำเนินงานของ PDITL ย้อนหลังของปี 2562 นับตั้งแต่นั้นก่อนเข้าซื้อในวันข้างต้น

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2562-65 (ต่อ)

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2562	2563F	2564F	2565F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรก่อนภาษีเงินได้	387	1,193	2,027	2,283
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	193	202	219	237
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	(2)	-	-	-
อื่นๆ	458	(263)	(446)	(502)
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(353)	(1,834)	(115)	(369)
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	676	(702)	1,685	1,649
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	12	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	(154)	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(478)	(3,832)	(400)	(400)
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(620)	(3,832)	(400)	(400)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	(431)	4,116	367	(760)
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	1,323	-	-	-
อื่นๆ	(172)	-	-	-
เพิ่ม/ลด จ่ายปันผล	-	(463)	(789)	(889)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	720	3,653	(421)	(1,649)
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	776	(880)	863	(400)

งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2562	2563F	2564F	2565F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด				
ลูกหนี้การค้า	1,431	551	1,414	1,015
สินทรัพย์ทางการเงิน	3,465	5,058	5,467	5,935
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	3,671	4,403	5,869	6,364
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์	101	101	101	101
สินทรัพย์รวม	2,604	6,234	6,415	6,578
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น				
เจ้าหนี้การค้า	12,655	17,735	20,653	21,379
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	4,788	5,284	7,042	7,637
หนี้สินการเงินระยะสั้น	19	19	19	19
หนี้สินการเงินระยะยาว	3,331	3,191	3,058	2,933
หนี้สินรวม	1,793	6,050	6,550	5,916
ส่วนของผู้ถือหุ้น				
ทุนที่ชำระแล้ว	10,341	14,954	17,080	16,914
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	14,050	14,050	14,050	14,050
กำไรสะสม	(1,711)	(1,711)	(1,711)	(1,711)
ส่วนของผู้ถือหุ้น	965	1,428	2,217	3,105
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	2,313	2,781	3,573	4,465

สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2562	2563F	2564F	2565F
Capacity (เมตริกตัน/ปี) (PDITL)	1.2	1.2	1.2	1.2
Utilization rate PDITL	70%	77%	79%	80%
Capacity (แสนตัน/ปี) (ThiPha)	1.2	1.2	1.2	1.2
Utilization rate ThiPha	42%	47%	52%	55%
Capacity (แสนตัน/ปี) (Dovina)	1.48	1.48	1.48	1.48
Utilization rate Dovina	48%	50%	55%	55%
GPM ธุรกิจขายสายไฟฟ้าและเคเบิล (PDITL, ThiPha, Dovina)	12.3%	13.0%	14.1%	14.2%
GPM ธุรกิจให้บริการทรัพยากรบุคคล (ADS)	12.6%	13.0%	13.0%	13.0%
SG&A/Sales	3.4%	3.7%	3.5%	3.5%
จำนวนหุ้น (ล้านหุ้น)	11,305	23,813	23,813	23,813