

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 18.00

Upside : 59.3%

From (Bt 17.00)

6 OCTOBER 2021

Small Cap Research

WICE Logistics Pcl (WICE TB)

กำไรทำสถิติสูงสุดใหม่ต่อเนื่อง

ขณะที่ราคาหุ้นอ่อนตัวลงตั้งแต่เดือนกันยายน เราคาดว่า WICE จะมีกำไรทำสถิติสูงสุดใน 3Q21F จากประโยชน์จาก leverage จากการฟื้นตัวของการส่งออกทั้งด้านปริมาณและราคา ด้วยตลาดการขนส่งสินค้าทางอากาศและทางทะเลที่ฟื้นตัว เราจึงคาดว่าปีหน้า EPS จะเติบโต 20% จากฐานกำไรใหม่ที่เติบโต 151% ในปีนี้



RATA LIMSUTHIWANPOOM

662 - 483 8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

คงคำแนะนำ "ซื้อ"

เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" WICE ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2022F) 18 บาท (จาก 17 บาท) เนื่องจาก 1) กำไร 3Q21F มีแนวโน้มจะสูงกว่าที่คาด เราปรับประมาณการกำไรปี 2021-23F ขึ้น 15/10/4% จากอัตราค่าขนส่งทางทะเลที่สูงกว่าคาดและปริมาณการส่งออกโดยรวมที่ฟื้นตัว 2) ในฐานะเป็นผู้ให้บริการบริหารจัดการขนส่งสินค้าทางทะเล ทางอากาศ และทางบก WICE ได้ประโยชน์จากปริมาณการส่งออกที่เพิ่มขึ้น และขีดความสามารถในการให้บริการและค่าขนส่งทางรถบรรทุกข้ามพรมแดน (CBS) ที่เพิ่มขึ้นเนื่องจากปัญหาการขาดแคลนบริการขนส่งสินค้าทางทะเลและทางอากาศ เราคาดว่ากำไรจะเติบโต 151/20/9% ในปี 2021-23F 3) WICE ไม่แพงที่ 2022F PE ที่ 13 เท่า เทียบกับค่าเฉลี่ยของคู่แข่งที่ 20 เท่า

ผลการดำเนินงาน 3Q21F น่าจะดีกว่าคาด

ด้วยเข้าสู่ช่วงไฮซีซั่นของการส่งออก เราจึงคาดว่า WICE จะมีกำไรทำสถิติสูงสุดที่ 141 ลบ. ใน 3Q21F เติบโต 188% y-y และ 35% q-q ซึ่งสูงกว่าที่คาดไว้เดิม 23% เนื่องจากการขนส่งทางทะเล และขนส่งทางบกข้ามพรมแดน รวม 2 ใน 3 ของการเติบโตมาจากธุรกิจขนส่งทางทะเล (57% ของกำไรจากการดำเนินงานปี 2022F) และส่วนที่เหลือส่วนใหญ่มาจากขีดความสามารถในการให้บริการขนส่งข้ามพรมแดนที่เพิ่มขึ้น (15%) สิ่งเหล่านี้จะยังคงเป็นปัจจัยหลักผลักดันการเติบโตของกำไรในปีหน้าที่ 20% เราคาดว่ากำไรจากการขนส่งทางอากาศ (23%) จะทรงตัว หลังจากการเพิ่มขึ้นอย่างมากจากขาดแคลนจากโควิด-19 ตั้งแต่ปี 2020

การขนส่งทางทะเลฟื้นตัวไปอีก

ใน 3Q21F WICE ได้ประโยชน์จากการส่งออกที่เติบโตในช่วงไฮซีซั่น และค่าขนส่งทางทะเลที่เพิ่มเป็นสองเท่า q-q (+192% YTD) ปัญหาการขาดแคลนพื้นที่เรือและความแออัดของท่าเรืออย่างรุนแรงในสหรัฐอเมริกา ยุโรป และเอเชีย เป็นปัจจัยหลักหนุนอัตราค่าระวางเรือให้สูงขึ้น หากการค้ายังไม่กลับมาปกติ ปัญหาด้านอุปทานที่ตึงตัวน่าจะยังอยู่ท่ามกลางการฟื้นตัวอุปสงค์ที่แข็งแกร่ง วันหยุดยาวหลายช่วงน่าจะทำให้มีการเร่งขนส่งในปริมาณที่มากขึ้น และความต้องการสะสมสินค้าคงคลังในสหรัฐและยุโรปใหม่จากปัจจุบันที่อยู่ในระดับต่ำมาก เรายังคงมองว่าค่าระวางและความต้องการส่งออกจะยังคงอยู่ในระดับสูงในปีหน้า เส้นทางขนส่งหลักของ WICE เส้นทางสหรัฐ (รถยนต์ อเล็กทรอนิกส์ ฯลฯ) ที่ซึ่งความต้องการยังคงแข็งแกร่งมาก เราคาดว่ากำไรขั้นต้นของการขนส่งทางทะเลของ WICE จะเติบโต 329/15% ในปี 2021-22F จากปริมาณขนส่งที่เติบโต 55/15%

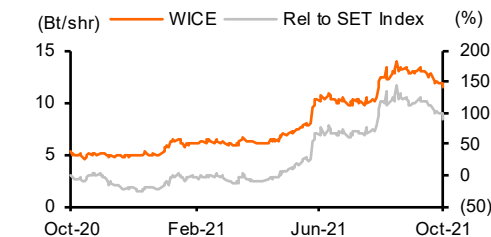
ขีดความสามารถในการให้บริการรถบรรทุกข้ามพรมแดนเพิ่มขึ้น

ความต้องการที่แข็งแกร่งสำหรับการค้าข้ามพรมแดนผ่านธุรกิจรถบรรทุก ETL ที่ถือหุ้น 51% หลังจากเพิ่มขีดความสามารถในการให้บริการ 67% เป็น 500 ตู้คอนเทนเนอร์ใน 1H21 ทางบริษัท มีแผนจะเพิ่มอีก 10% ใน 2H21 เพื่อรองรับความต้องการขึ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์และชิ้นส่วนยานยนต์ที่เพิ่มขึ้นในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้และจีน เราคาดว่ารายได้จาก CBS จะเพิ่มขึ้น 146/20% ในปี 2021-22F แต่คาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะลดลงจาก 14% ในปี 2020 เป็น 11.9/13.0% ในปี 2021-22F สะท้อนการวิ่งรถเปล่าขากลับที่ลดลงซึ่งถือเป็นเรื่องปกติระหว่างการขยาย

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	3,996	7,088	8,446	8,363
Net profit	201	482	578	629
Consensus NP	—	418	498	606
Diff frm cons (%)	—	15.6	16.1	3.7
Norm profit	192	482	578	629
Prev. Norm profit	—	421	528	606
Chg frm prev (%)	—	14.7	9.6	3.7
Norm EPS (Bt)	0.29	0.74	0.89	1.0
Norm EPS grw (%)	269.5	151.2	19.9	8.7
Norm PE (x)	38.4	15.3	12.7	11.7
EV/EBITDA (x)	18.4	8.8	6.9	5.7
P/BV (x)	8.4	6.1	4.8	3.9
Div yield (%)	1.2	2.9	3.5	3.8
ROE (%)	23.0	46.3	42.1	36.5
Net D/E (%)	(26.7)	(29.6)	(44.1)	(54.5)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

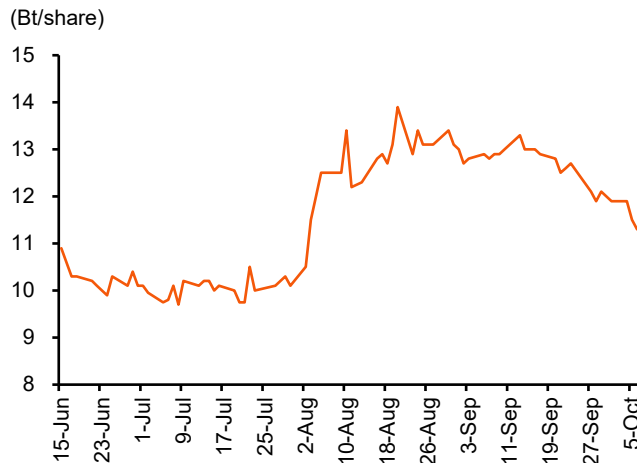
Price as of 6-Oct-21 (Bt)	11.30
Market Cap (US\$ m)	217.1
Listed Shares (m shares)	651.9
Free Float (%)	41.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	5.6
12M Price H/L (Bt)	13.90/4.48
Sector	Transportation
Major Shareholder	Kongsoonthorn Family 41.6%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

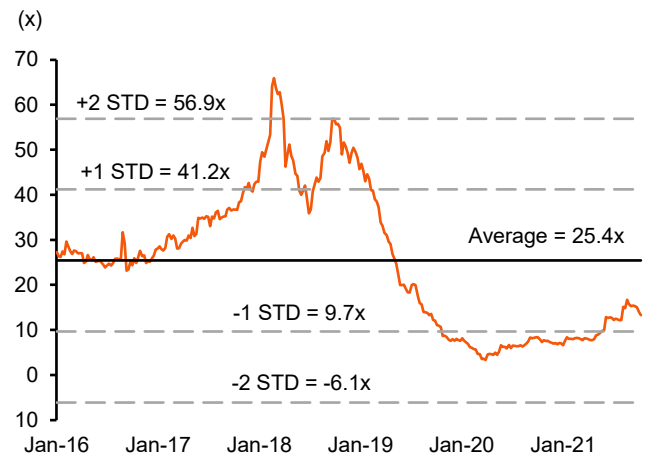
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

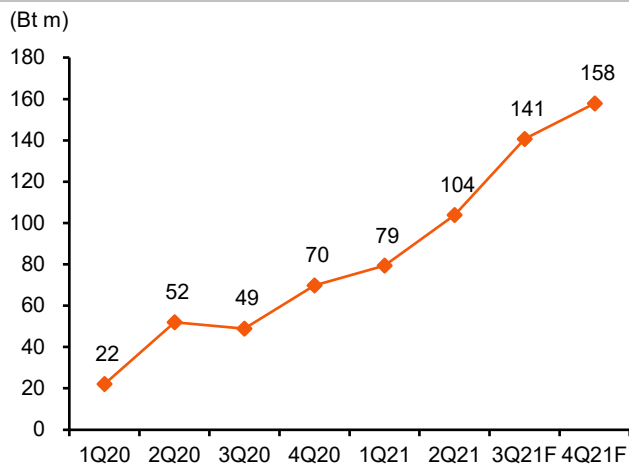


Ex 1: Share Price Weakness Despite Strong Earnings

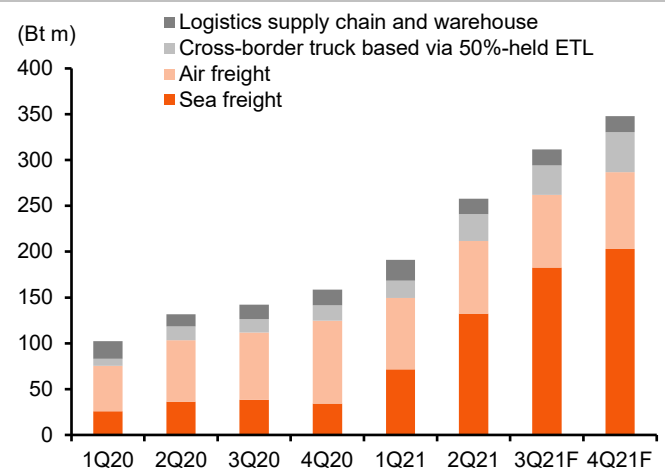
Source: Bloomberg

Ex 2: Trading Well Below Historical PE

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

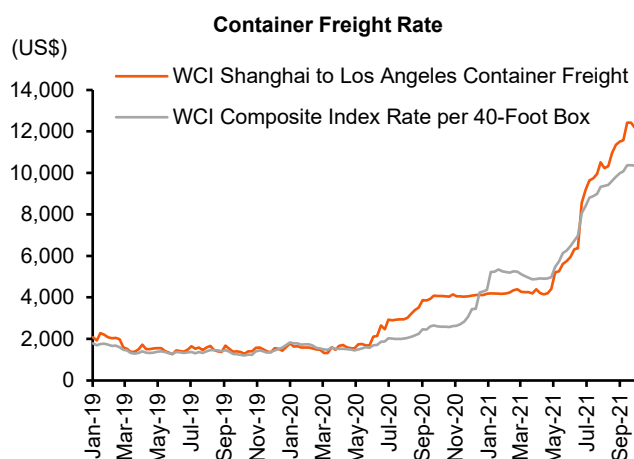
Ex 3: Record Normalized Earnings Continue

Sources: Company data, Thanachart estimates

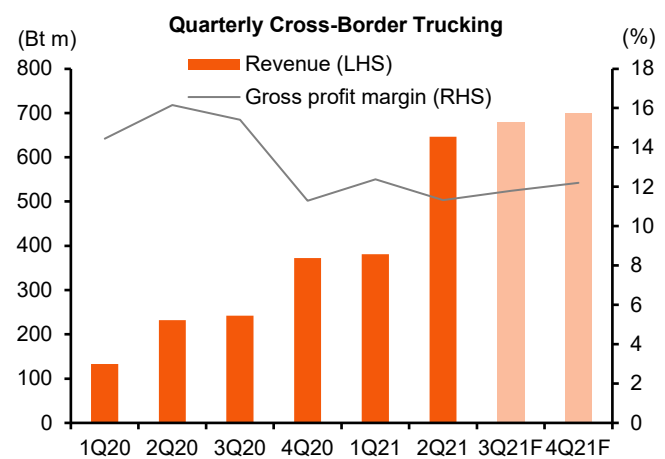
Ex 4: Gross Profit Breakdown Quarterly

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: *Supply chain solutions cover customs brokers, domestic transport and warehouse services.

Ex 5: Strong Sea Freight Rate Amid Supply Shortage

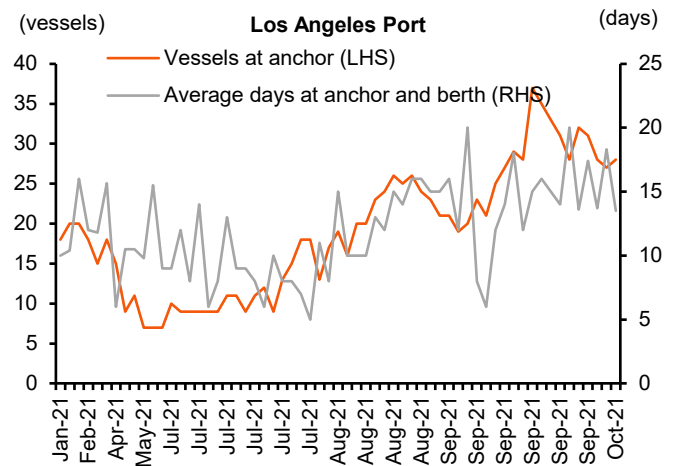
Source: Bloomberg

Ex 6: Adding Another 10% Container Capacity In 2H21

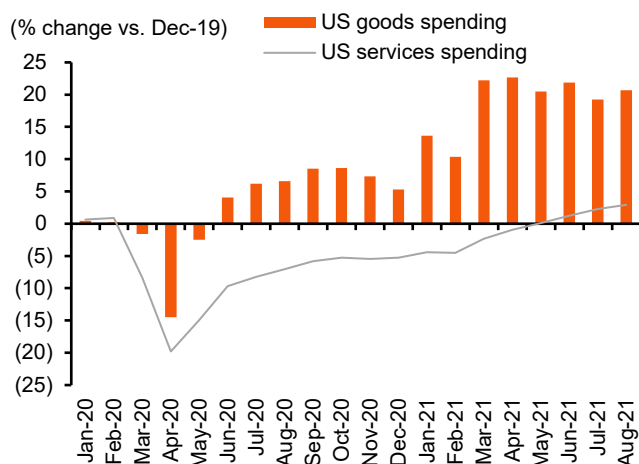
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Still A Shortage Despite Industry's New Containers

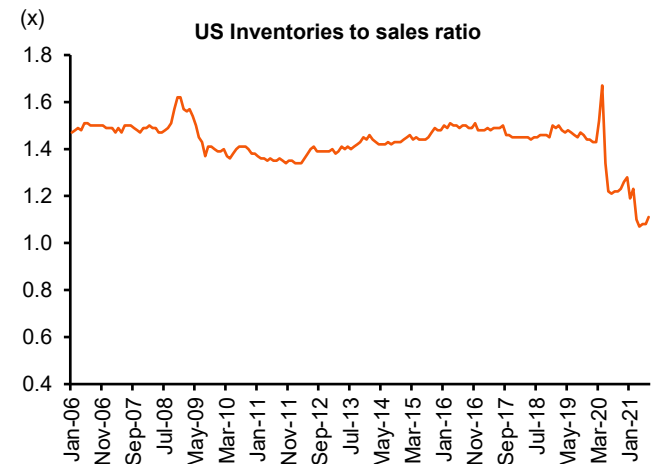
Source: Triton International

Ex 8: Severe Port Congestion

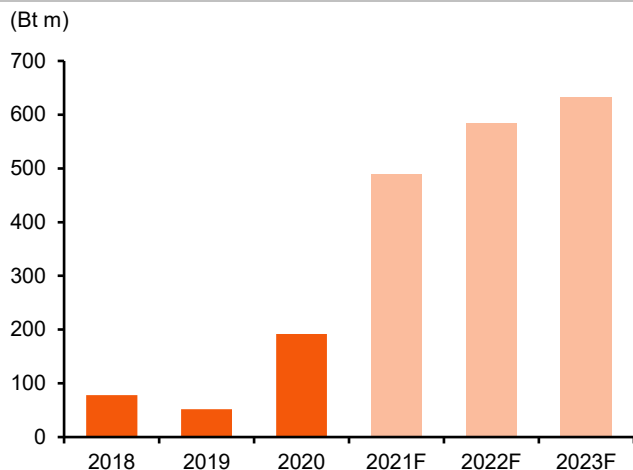
Source: Port Of Los Angeles

Ex 9: Strong Consumption Driving Goods Trade

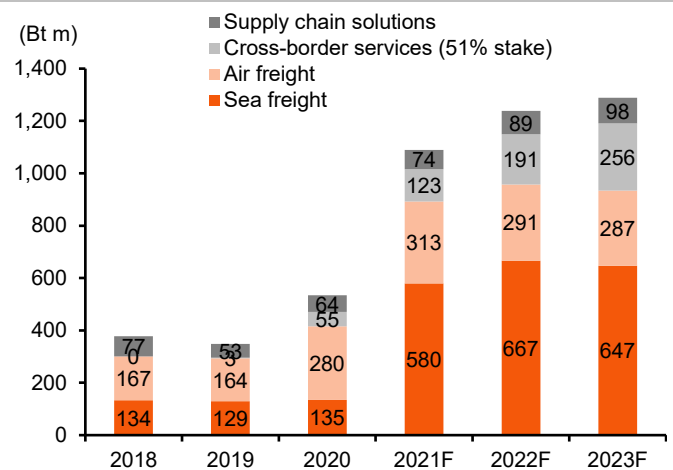
Source: U.S. Bureau of Economic Analysis

Ex 10: Retail Inventories Have Remained Low

Source: Federal Reserve Economic Data

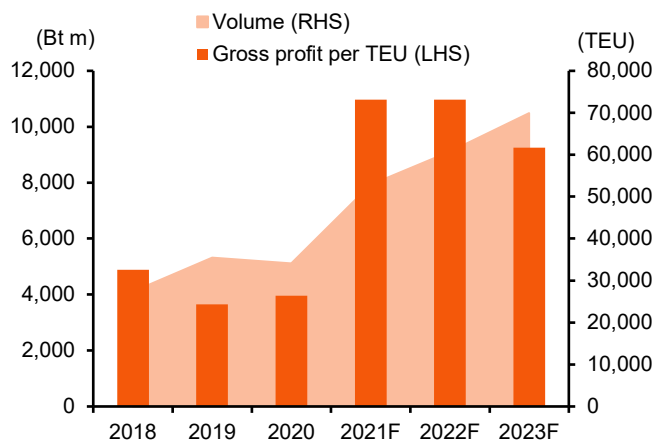
Ex 11: Strong Earnings Growth In 2021-22F

Sources: Company data, Thanachart estimates

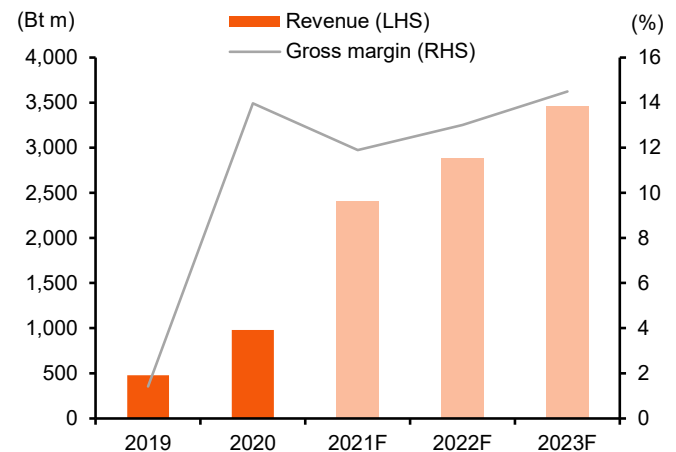
Ex 12: Gross Profit Forecasts

Sources: Company data, Thanachart estimates

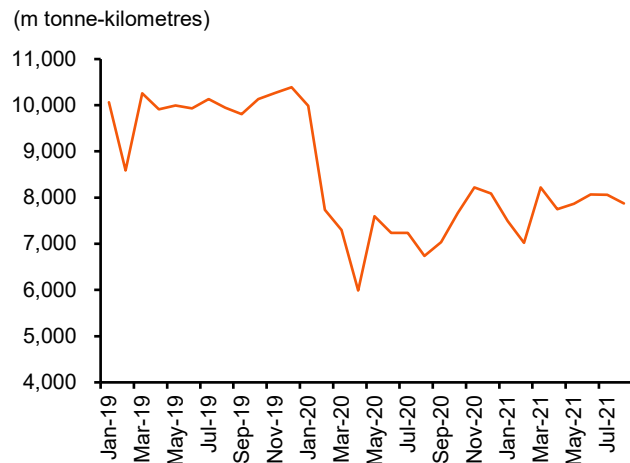
Note: *Supply chain solutions cover customs brokers, domestic transport and warehouse services.

Ex 13: Sea Freight Forecasts

Sources: Company data, Thanachart estimates

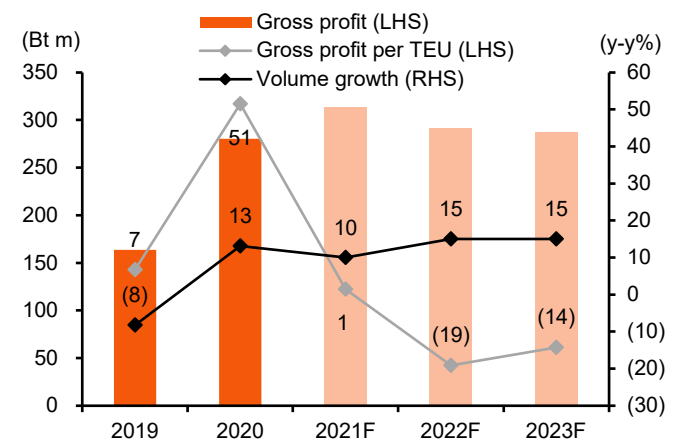
Ex 14: Cross-Border Service Revenue And Gross Margin

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 15: Air Cargo Capacity Remains Low

Source: Association of Asia Pacific Airlines

Note: data derived from 36 Asia Pacific based carriers

Ex 16: We Estimate Relatively Flat Air Freight Earnings

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 17: Key Earnings Revisions

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Sea freight revenue (Bt m)					
New	650	656	3,150	4,166	3,593
Old			2,390	3,107	2,718
Change (%)			31.8	34.1	32.2
Cross border gross margin (%)					
New	19.9	20.6	18.4	16.0	18.0
Old			16.0	16.0	19.0
Change (pp)			2.4	-	(1.0)
Sea freight gross profit (Bt m)					
New	129	135	580	667	647
Old			382	497	516
Change (%)			51.6	34.1	25.2
Sea freight volume (TEU)					
New	35,482	34,104	52,861	60,790	69,909
Old			46,040	59,853	74,816
Change (%)			14.8	1.6	(6.6)
Cross border revenue (Bt m)					
New	479	979	2,406	2,887	3,465
Old			1,743	2,350	2,820
Change (%)			38.1	22.9	22.9
Cross border gross margin (%)					
New	1.4	14.0	11.9	13.0	14.5
Old	1.4	14.0	12.6	13.0	13.8
Change (pp)			(0.7)	-	0.7
Normalized profit (Bt m)					
New	52	192	482	578	629
Old			421	528	606
Change (%)			14.7	9.6	3.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 18: 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	Terminal Value
EBITDA	956	1,084	1,040	1,231	1,394	1,548	1,709	1,892	2,165	2,397	2,641	—
Free cash flow	564	715	749	808	905	1,034	1,164	1,260	1,490	1,688	1,884	18,849
PV of free cash flow	562	578	545	528	521	532	537	520	551	558	531	5,314
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	11.2											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	11,275											
Net debt (2021F)	(368)											
Minority interest	39											
Equity value	11,605											
# of shares (m)	652											
Equity value/share (Bt)	18.0											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 19: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
			21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Expeditors Int'l	EXPD US	US	67.9	(20.2)	16.9	21.1	5.7	5.0	11.2	14.0	1.0	1.0
CH Robinson Worldwide	CHRW US	US	46.9	(3.8)	16.0	16.6	6.2	5.3	11.9	12.3	2.4	2.5
Echo Global Logistics	ECHO US	US	108.3	(12.4)	17.3	19.8	2.6	2.3	10.5	12.4	na	na
LEO Global Logistics	LEO TB	Thailand	79.9	15.7	23.8	20.6	5.1	4.5	20.8	17.3	2.0	2.3
Triple I Logistics	III TB	Thailand	101.3	5.9	20.7	19.6	4.3	3.8	27.8	25.4	2.6	2.7
Wice Logistics	WICE TB	Thailand	151.2	19.9	15.3	12.7	6.1	4.8	8.8	6.9	2.9	3.5
Average			97.5	0.9	18.3	18.4	5.0	4.3	15.2	14.7	2.2	2.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 6-Oct-21 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท และบริษัทย่อยเป็นผู้ให้บริการบริหารจัดการขนส่งสินค้าระหว่างประเทศ ประเภทที่ไม่มีเรือ/เครื่องบินเป็นของตนเอง (Non-Vessel Operation Common Carrier) ทั้งการนำเข้าและส่งออกทางทะเล (แบบเต็มตู้และแบบไม่เต็มตู้), ขนส่งทางอากาศ และขนส่งข้ามพรมแดน โดยเน้นสินค้าเกี่ยวกับอิเล็กทรอนิกส์ในภูมิภาคเอเชีย

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

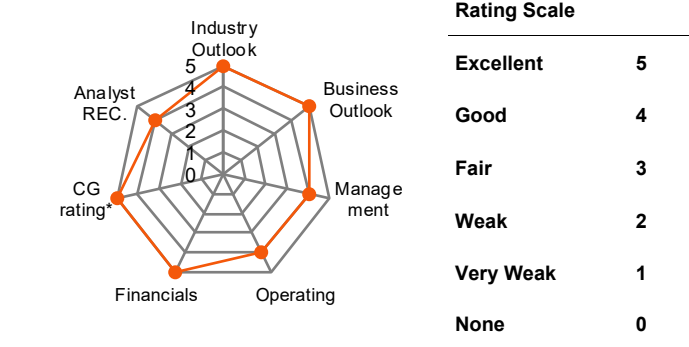
S — Strength

- มีประสบการณ์ยาวนานในธุรกิจให้บริการบริหารจัดการขนส่งสินค้าระหว่างประเทศ โดยเน้นภายในภูมิภาคเอเชียเป็นหลัก
- เจาะตลาด niche ขนส่งทางถนนข้ามพรมแดนระหว่างเอเชียตะวันออกเฉียงใต้และจีน

O — Opportunity

- การค้าภายในอาเซียนและจีนกำลังเติบโต
- การขยายตัวในภูมิภาคร่วมกันพันธมิตร

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- มีความอ่อนไหวต่อสถานะเศรษฐกิจอย่างมาก

T — Threat

- เศรษฐกิจโลกที่อ่อนแอลง และการเติบโตที่ชะงักของการค้าโลก
- การแข่งขันจากผู้ขนส่งสินค้ารายอื่น

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	15.30	18.00	18%
Net profit 21F (Bt m)	418	482	16%
Net profit 22F (Bt m)	498	578	16%
Consensus REC	BUY: 3	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2021-22F ของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเราเชื่อว่าเรามองบวกมากขึ้นต่อบริการขนส่งทางทะเลและบริการข้ามพรมแดน
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของตลาด 18%

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากเศรษฐกิจโลกหรือเศรษฐกิจในประเทศฟื้นตัวช้ากว่าที่เราคาดการณ์ไว้ จะส่งผลให้เกิดความเสี่ยงต่อความต้องการขนส่ง
- หากค่าระวางขนส่งทางอากาศลดลงต่ำกว่าคาด
- หากรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นสำหรับบริการข้ามพรมแดนขยายตัวต่ำกว่าที่คาดไว้

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	2,221	3,996	7,088	8,446	8,363
Cost of sales	1,869	3,378	5,836	7,024	6,829
Gross profit	352	617	1,253	1,422	1,534
% gross margin	15.9%	15.5%	17.7%	16.8%	18.3%
Selling & administration expenses	291	293	532	559	565
Operating profit	62	325	721	863	969
% operating margin	2.8%	8.1%	10.2%	10.2%	11.6%
Depreciation & amortization	42	61	71	93	116
EBITDA	104	386	791	956	1,084
% EBITDA margin	4.7%	9.7%	11.2%	11.3%	13.0%
Non-operating income	0	0	0	0	0
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(7)	(10)	(19)	(16)	(10)
Pre-tax profit	55	315	702	847	958
Income tax	21	48	140	169	192
After-tax profit	34	267	561	677	767
% net margin	1.5%	6.7%	7.9%	8.0%	9.2%
Shares in affiliates' Earnings	(0)	(1)	0	0	0
Minority interests	18	(74)	(79)	(99)	(138)
Extraordinary items	10	9	0	0	0
NET PROFIT	62	201	482	578	629
Normalized profit	52	192	482	578	629
EPS (Bt)	0.1	0.3	0.7	0.9	1.0
Normalized EPS (Bt)	0.1	0.3	0.7	0.9	1.0

Sea freight and CBS should drive earnings growth in 2021-23F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	934	1,402	2,369	3,001	3,360
Cash & cash equivalent	302	408	587	879	1,259
Account receivables	596	953	1,709	2,036	2,016
Inventories	0	0	0	0	0
Others	36	41	72	86	85
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	230	208	287	344	378
Other assets	410	436	443	451	459
Total assets	1,574	2,046	3,099	3,796	4,198
LIABILITIES:					
Current liabilities:	528	845	1,420	1,696	1,644
Account payables	464	727	1,279	1,539	1,497
Bank overdraft & ST loans	12	14	20	13	7
Current LT debt	14	32	0	0	0
Others current liabilities	38	72	120	144	141
Total LT debt	48	102	199	124	67
Others LT liabilities	111	123	236	293	309
Total liabilities	687	1,070	1,855	2,114	2,020
Minority interest	93	99	39	138	276
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	326	326	326	326	326
Share premium	348	348	348	348	348
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(8)	(68)	(68)	(68)	(68)
Retained earnings	128	271	600	939	1,296
Shareholders' equity	794	877	1,205	1,545	1,902
Liabilities & equity	1,574	2,046	3,099	3,796	4,198

Net cash position

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

We forecast sustainable cash inflow streams

We assume rising CAPEX to finance growing CBS business

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	55	315	702	847	958
Tax paid	(17)	(20)	(115)	(148)	(196)
Depreciation & amortization	42	61	71	93	116
Chg In working capital	(16)	(94)	(204)	(67)	(23)
Chg In other CA & CL / minorities	(9)	(70)	(147)	(11)	2
Cash flow from operations	55	193	306	714	857
Capex	(48)	(39)	(150)	(150)	(150)
Right of use	0	(40)	0	0	0
ST loans & investments	6	3	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(12)	24	106	49	8
Cash flow from investments	(54)	(52)	(44)	(101)	(142)
Debt financing	84	83	72	(82)	(64)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(99)	(77)	(154)	(239)	(272)
Warrants & other surplus	7	(40)	0	0	0
Cash flow from financing	(8)	(34)	(83)	(321)	(335)
Free cash flow	6	153	156	564	707

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	141.7	38.4	15.3	12.7	11.7
Normalized PE - at target price (x)	225.8	61.1	24.3	20.3	18.7
PE (x)	118.9	36.6	15.3	12.7	11.7
PE - at target price (x)	189.3	58.4	24.3	20.3	18.7
EV/EBITDA (x)	68.7	18.4	8.8	6.9	5.7
EV/EBITDA - at target price (x)	110.8	29.7	14.4	11.5	9.7
P/BV (x)	9.3	8.4	6.1	4.8	3.9
P/BV - at target price (x)	14.8	13.4	9.7	7.6	6.2
P/CFO (x)	135.1	38.2	24.1	10.3	8.6
Price/sales (x)	3.3	1.8	1.0	0.9	0.9
Dividend yield (%)	0.8	1.2	2.9	3.5	3.8
FCF Yield (%)	0.1	2.1	2.1	7.7	9.6
(Bt)					
Normalized EPS	0.1	0.3	0.7	0.9	1.0
EPS	0.1	0.3	0.7	0.9	1.0
DPS	0.1	0.1	0.3	0.4	0.4
BV/share	1.2	1.3	1.8	2.4	2.9
CFO/share	0.1	0.3	0.5	1.1	1.3
FCF/share	0.0	0.2	0.2	0.9	1.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	21.2	79.9	77.4	19.1	(1.0)
Net profit (%)	(35.6)	224.5	139.9	19.9	8.7
EPS (%)	(35.6)	224.5	139.9	19.9	8.7
Normalized profit (%)	(33.5)	269.5	151.2	19.9	8.7
Normalized EPS (%)	(33.5)	269.5	151.2	19.9	8.7
Dividend payout ratio (%)	94.7	45.4	45.0	45.0	45.0
Operating performance					
Gross margin (%)	15.9	15.5	17.7	16.8	18.3
Operating margin (%)	2.8	8.1	10.2	10.2	11.6
EBITDA margin (%)	4.7	9.7	11.2	11.3	13.0
Net margin (%)	1.5	6.7	7.9	8.0	9.2
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.2	0.2	0.1	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.5)
Interest coverage - EBIT (x)	9.2	33.1	38.3	53.5	94.1
Interest coverage - EBITDA (x)	15.4	39.4	42.0	59.3	105.4
ROA - using norm profit (%)	3.5	10.6	18.8	16.8	15.7
ROE - using norm profit (%)	6.4	23.0	46.3	42.1	36.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	4.2	32.0	53.9	49.2	44.5
- asset turnover (x)	1.5	2.2	2.8	2.4	2.1
- operating margin (%)	2.8	8.1	10.2	10.2	11.6
- leverage (x)	1.9	2.2	2.5	2.5	2.3
- interest burden (%)	89.1	97.0	97.4	98.1	98.9
- tax burden (%)	62.2	84.6	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	11.2	11.2	11.2	11.2	11.2
ROIC (%)	7.5	48.6	93.5	82.4	96.5
NOPAT (Bt m)	38	275	577	690	775
invested capital (Bt m)	566	617	837	803	716

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Rising ROE on margin
expansion driven by
growing CBS business*

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ 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 104 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ADVA16C2110A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BBL16C2201A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCPG16C2111A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EA16C2201A, EGCO16C2110A, GLOB16C2201A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GULF16C2112A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, INTU16C2201A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMT16C2110A, JMT16C2201A, KBAN16C2111A, KBAN16C2201A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2112A, OR16C2112A, PTG16C2201A, PTL16C2201A, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016P2112C, S5016P2112A, S5016P2112B, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCC16C2112A, SCGP16C2201A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TRUE16C2202A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BGRI, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, TASC, TOP, TRUE, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง 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 ทุนธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมกรร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมกรร่วมกันได้แก่นางอติวีณ์ ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท 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 นิजारุณ, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	พลังงาน , ปิโตรเคมี, 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 บุญนาค 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, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธวิวัฒน์ภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน สรัชดา ศรีทรง 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
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพย์มณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุลชล 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 sunet.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สดภาพร 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