

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 22.00

Upside : 15.8%

(From: Bt 8.80)

23 DECEMBER 2021

Small Cap Research

JWD Infologistics Pcl (JWD TB)

เติบโตต่อเนื่อง

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" JWD เนื่องจากแนวทางการเติบโตที่มากกว่าปกติของธุรกิจลอจิสติกส์ที่เติบโต เรารวมการเข้าซื้อ 3 กิจการในปีนี้ พร้อมกับการฟื้นตัวอย่างรวดเร็วของธุรกิจที่มีอยู่ และคาดว่าจะมีกำไรที่เติบโต 70/34/31% ในปี 2021-23F



RATA LIMSUTHIWANPOOM

662 - 483 8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มประมาณการกำไร

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไร JWD ขึ้น 35/60/91% ในปี 2021-23F และปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 22 บาท (จาก 8.5 บาท) สะท้อนถึงการเข้าซื้อ 3 กิจการ/การลงทุนใหม่ ด้วยเงินลงทุนรวม 670 ลบ. และการฟื้นตัวที่แข็งแกร่งกว่าคาดของธุรกิจคลังสินค้าและโลจิสติกส์ที่มีอยู่ 1) การเข้าซื้อกิจการ 100% ของบริษัท วีเอ็นเอส ทรานสปอร์ต จำกัด (VNS) ประกอบกิจการขนส่ง และขนถ่ายสินค้า 2) การเข้าซื้อหุ้น 14% ใน Esco ใน 4Q21 ซึ่งเป็นผู้ให้บริการจัดการตู้คอนเทนเนอร์ภายในท่าเรือหลักแหลมฉบัง ซึ่งส่วนใหญ่เป็นเจ้าของโดย Port of Singapore Authority (PSA) JWD ยังได้จัดตั้งบริษัทร่วมทุนชื่อ Alpha กับบมจ.ออริจิน พร็อพเพอร์ตี้ (ORI) เพื่อดำเนินธุรกิจให้เช่าคลังสินค้ารองรับอีคอมเมิร์ซและผู้ค้าปลีก เรายังคงไม่รวมบริษัทร่วมทุนที่เป็นไปได้กับไปรษณีย์ไทย และแฟลช เอ็กซ์เพรส เพื่อเสนอบริการขนส่งควบคุมอุณหภูมิแบบด่วน และถือหุ้น 18% ใน Mycloud ซึ่งบริการ Fulfillment เก็บ แพ็ค ส่งแบบครบวงจรจับลูกค้าอีคอมเมิร์ซ

เป็นหุ้นเติบโตที่มีคุณภาพ แนะนำ "ซื้อ"

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" JWD ประการแรก อุตสาหกรรมโลจิสติกส์และซัพพลายเชนของประเทศไทยอยู่ในช่วงขาขึ้น ประการที่สอง เรามองว่า JWD เป็นหุ้นที่มีการเติบโตอย่างมีคุณภาพ โดยมีทีมผู้บริหารที่แข็งแกร่งและมีแนวความคิดในการเติบโต ตลอดหลายปีที่ผ่านมา JWD ได้สร้างแพลตฟอร์มด้านโลจิสติกส์ที่สามารถขยายได้ในหลายทิศทางด้วยบริการที่มีมูลค่าเพิ่ม นอกจากนี้ยังขยายไปสู่อาเซียน ประการที่สาม JWD ยังคงเป็นหุ้นเติบโตดี และเราคาดว่าจะกำไรเติบโต 70/34/31% ในปี 2021-23F ประการที่สี่ ด้วยการเติบโตที่แข็งแกร่งนี้ เราถือว่า JWD ไม่แพง ซื้อขายที่ 29 เท่า 2022F PE

มีแพลตฟอร์มแข็งแกร่งสำหรับการเติบโตในอนาคต

JWD ให้บริการด้านโลจิสติกส์แบบครบวงจร ซึ่งรวมถึงบริการคลังสินค้าและบริการโลจิสติกส์สำหรับยานยนต์ สินค้าทั่วไป สินค้าอันตราย ห้องเย็น แก๊สลูกค้า B2B ในประเทศไทย กัมพูชา เมียนมาร์ ลาว อินโดนีเซีย และเวียดนาม คลังสินค้าและลานจอดขนาด 1.6 ล้านตร.ม. ของบริษัทฯ ตั้งอยู่ใกล้ท่าเรือแหลมฉบังใกล้กับลูกค้า ได้แก่ ผู้ให้บริการด้านอาหาร (Food Service) และผู้ผลิตรถยนต์ ด้วยบริการที่หลากหลายนี้ พร้อมด้วยขนาดธุรกิจและฐานลูกค้าที่เติบโตขึ้น เราคาดว่า JWD จะสามารถดึงดูดพันธมิตรทางธุรกิจได้มากขึ้นสำหรับการขยายธุรกิจในอนาคต

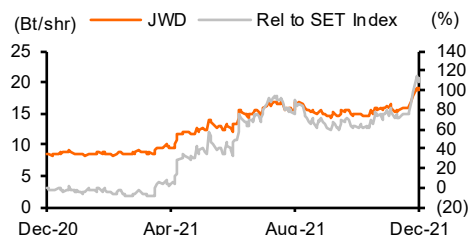
ปัจจัยผลักดันการเติบโตในปี 2022-23F

เราคาดว่า EPS เติบโต 34/31% ในปี 2022-23F ปัจจัยผลักดันหลักมาจากกำไรทั้งปีจากการเข้าซื้อกิจการทั้งสองแห่ง (VNS และการลงทุนใน Esco) ที่ 120/134 ลบ., การขยายกำลังการผลิตของธุรกิจห้องเย็น 11% ต่อปี, การฟื้นตัวของธุรกิจบริหารจัดการคลังสินค้าและลานจอด (รถยนต์และสินค้าอันตราย) และธุรกิจขนส่งและจัดจำหน่ายของบริษัทฯ, ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทโลจิสติกส์ ในเวียดนาม 30/20% ต่อปี และจากบริษัทร่วมทุน Alpha ผ่านรายได้ค่าเช่า และการขายสินทรัพย์เข้า REIT

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	3,858	5,099	6,003	6,519
Net profit	290	549	661	867
Consensus NP	—	490	585	612
Diff frm cons (%)	—	12.0	13.1	41.8
Norm profit	290	492	661	867
Prev. Norm profit	—	364	414	455
Chg frm prev (%)	—	35.1	59.8	90.7
Norm EPS (Bt)	0.28	0.48	0.65	0.9
Norm EPS grw (%)	(13.5)	69.7	34.4	31.1
Norm PE (x)	66.8	39.4	29.3	22.3
EV/EBITDA (x)	22.7	19.7	17.3	15.2
P/BV (x)	6.2	5.6	5.2	4.7
Div yield (%)	1.2	2.0	2.4	3.1
ROE (%)	9.3	15.0	18.4	22.1
Net D/E (%)	88.7	126.7	118.6	101.0

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 23-Dec-21 (Bt)	19.00
Market Cap (US\$ m)	577.6
Listed Shares (m shares)	1,020.0
Free Float (%)	41.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	3.8
12M Price H/L (Bt)	19.10/8.20
Sector	Transportation
Major Shareholder	Bunditkitsada Family 42.68%

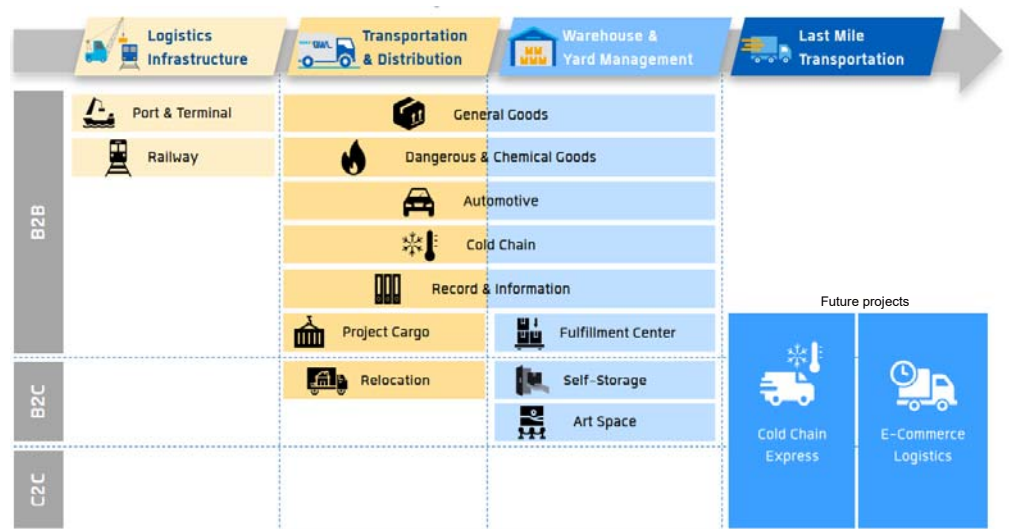
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: JWD's Business Overview



Source: Company data

Ex 2: Customer Base Examples

Dangerous goods



Automotive yard



Cold storage



Food service in Taiwan via 60%-stake CSLF



Source: Company data

Ex 3: JWD Capacity

Warehouse capacity	(Sq m)
Thailand	253,213
General goods	133,757
Dangerous goods	10,032
Cold chain	78,769
Record & information	20,815
Other services	9,840
Overseas via equity investment	150,952
Vietnam	95,200
Cambodia, Laos, Myanmar, Indonesia	55,752
Total	404,165

Yard capacity - Thailand	(Sq m)
Dangerous goods	173,968
Automotive yard	388,000
On-site automotive yard	658,428
Total	1,220,393

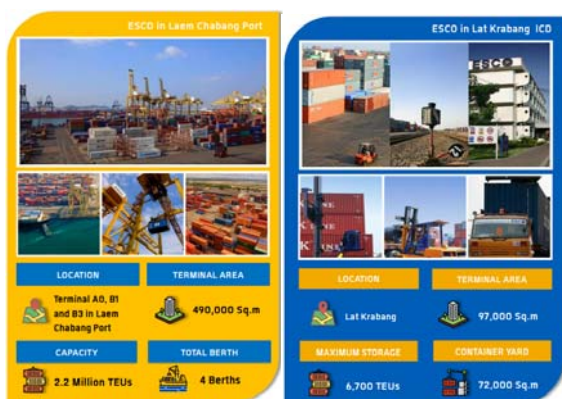
Source: Company data

Ex 4: JWD's New Investments And Acquisitions In 2021 and 1Q22F

Investments/Acquisitions	Description	Date	%stake	Investment value (Bt m)
VNS Transport	▪ Providing auto-part transportation service from suppliers to automakers/OEMs	April 21	100.0%	175
Eastern Sea Laem Chabang Terminal (Esco)	▪ Esco is one of the key container terminal operators at Laem Chabang deep-sea port (Terminals A0, B1, B3 handling 2m containers with a 20% market share of the containers processed through Laem Chabang) and an inland container depot service provider at Lat Krabang. JWD's stake acquisition will result in JWD becoming a business partner of Port of Singapore Authority, a shareholder in Esco, which operates Singapore's transshipment hub.	Oct 21	14.3%	495
MyCloud Fulfillment	▪ Providing fulfillment services (storage, pick & packing, real-time stock, and delivery) with capacity of 1m orders/month in Thailand for e-commerce and multi-channel businesses.	Oct 21	19.8%	214
Alpha Industrial Solutions JV with ORI	▪ Industrial properties (i.e., cold storage, fulfillment center) and urbanized property (i.e. self-storage) development for rent with a plan to monetize via rental income and asset sales to its REIT.	4Q21	50.0%	
Fuze Post JV	▪ A JV between Flash Express, Thailand Post and JWD providing cold chain express delivery to corporates and retail customers. Cold chain express had a market value of Bt34bn in 2020, accounting for only 5% of the total logistics market.	1Q22F		

Source: Company data

Ex 5: New Investment In Esco



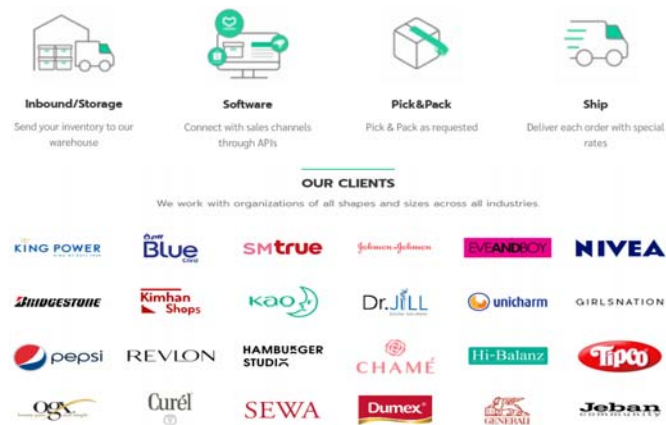
Source: Company data

Ex 6: JWD And Esco's Potential Business Synergies



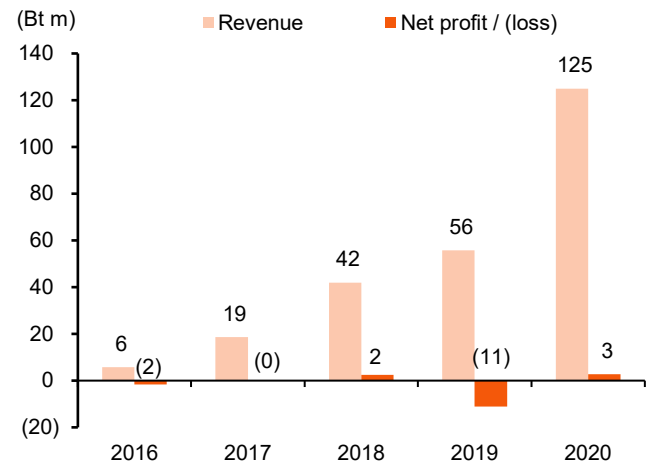
Source: Company data

Ex 7: MyCloud Fulfillment's Service Details



Source: Company data

Ex 8: MyCloud Fulfillment's Past Performance



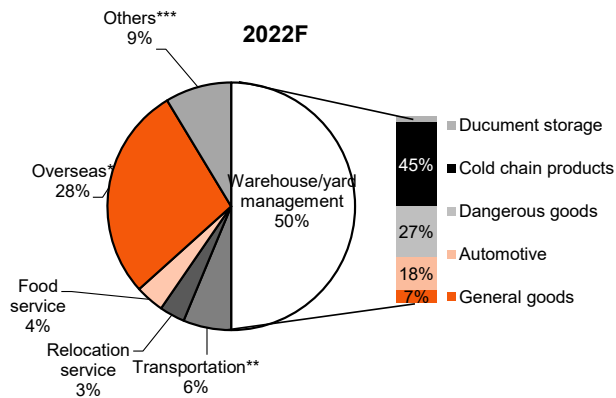
Source: Business Online

Ex 9: Acquired VNS Transport Under JWD Transport Subsidiary, To Be Listed In 2023



Source: Company data

Ex 10: Operating Profit & Equity Income Breakdown



Source: Thanachart estimates

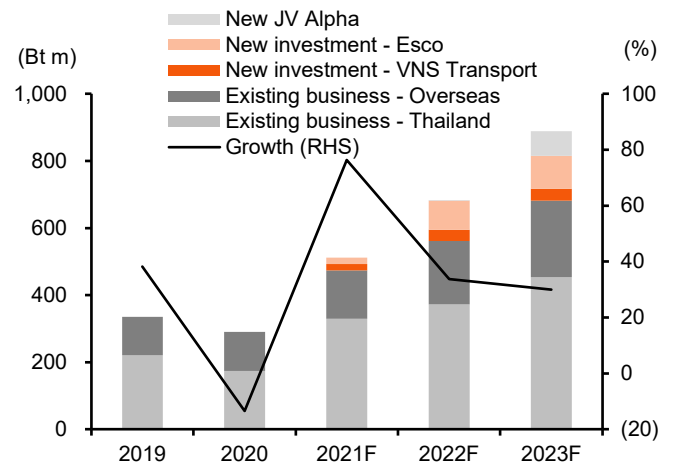
Note:

*Overseas income is mainly from general warehouses, cold storage, and customs clearance in Vietnam

**Transportation and distribution of general goods, dangerous and chemical goods, automotive, cold storage, express, project cargo, and the newly acquired VNS Transport

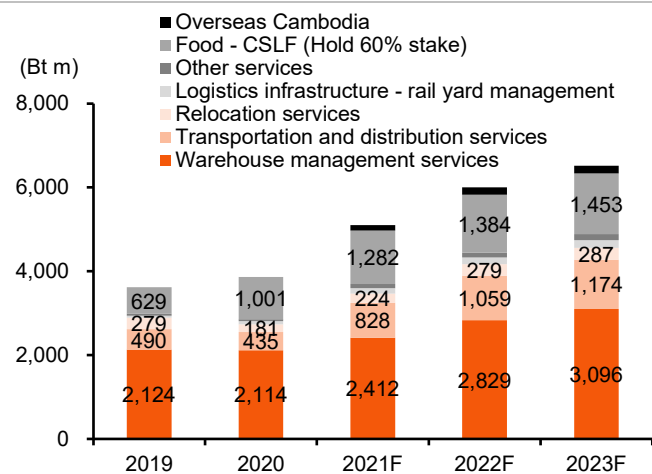
***Others includes self-storage, rail yard management and barge terminal management

Ex 11: Strong Profit Growth In 2022-23F



Sources: Company data, Thanachart estimates

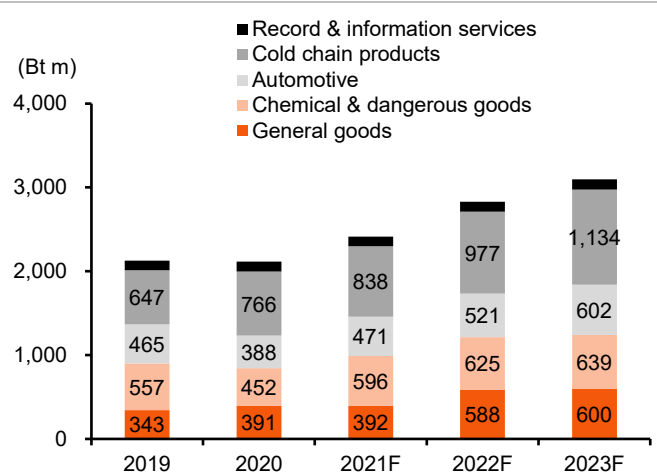
Ex 12: Total Revenue Breakdown



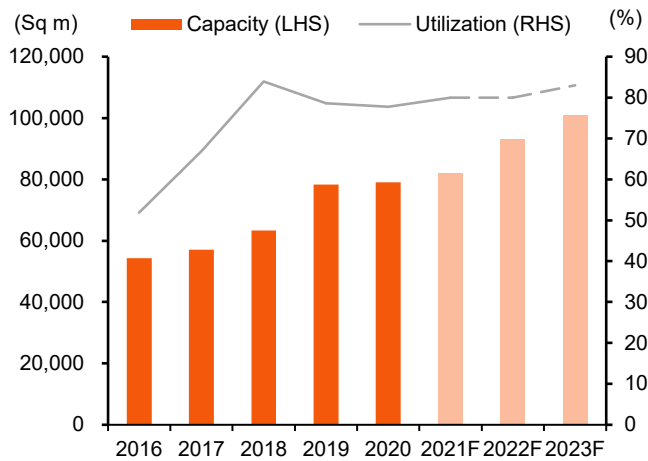
Sources: Company data, Thanachart estimates

Note; *Logistics infrastructure includes rail yard and barge terminal management

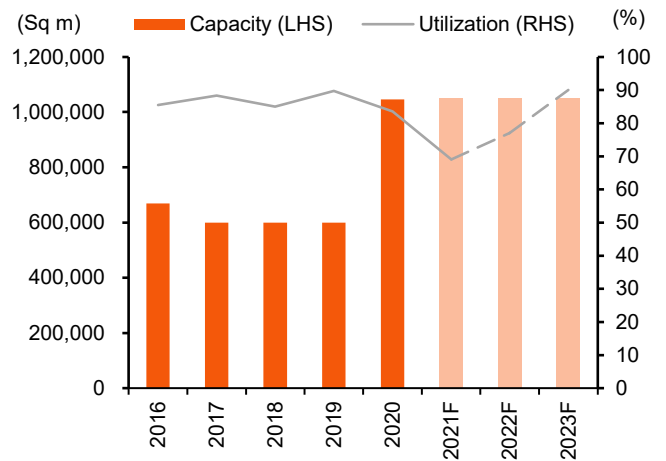
Ex 13: Warehouse Management Revenue Breakdown



Sources: Company data, Thanachart estimates

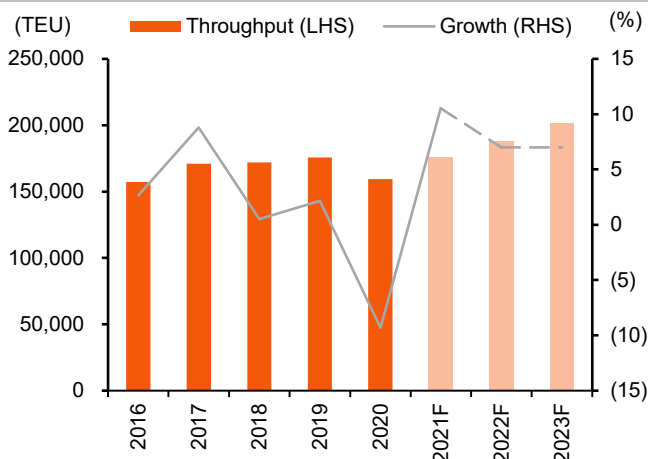
Ex 14: Capacity And Utilization Rate – Cold Storage

Sources: Company data, Thanachart estimates

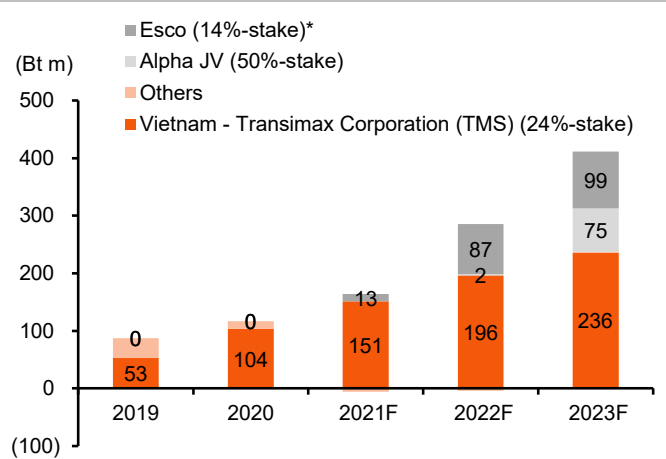
Ex 15: Capacity And Utilization Rate – Automotive

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: area capacity comprises of yard area and customers' on-site area. A jump in capacity in 2020 was from higher on-site area as it gained two new customers.

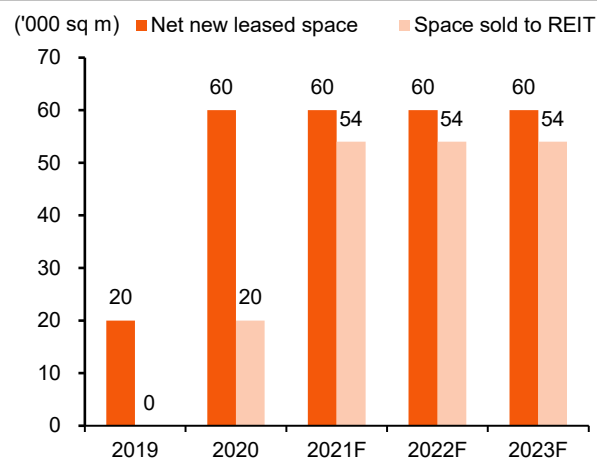
Ex 16: Capacity And Growth Rate – Dangerous Goods

Sources: Company data, Thanachart estimates

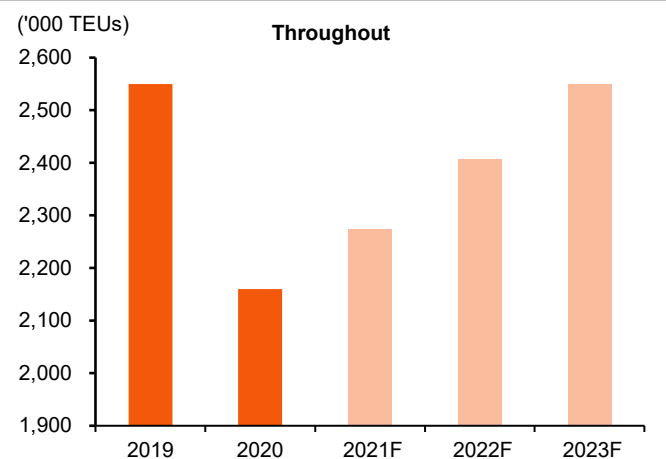
Ex 17: Equity Income Forecasts

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: *JWD acquired a 14% stake in Esco In October 2021

Ex 18: Alpha JV Forecasts

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 19: Esco Container Throughput Forecasts

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 20: Our SOTP TP For JWD

1) JWD's existing business

Equity value (Bt m) 14,142

JWD's DCF-based TP (Bt/share) 13.9

2) Vietnam - Transimex Corporation (TMS) (23.8% stake)

2022F equity income per JWD share (Bt/share) 0.16

PE (x) 35

Equity value (Bt/share) 5.6

3) Esco (14%-stake) – container port operator

DDM-based TP (Bt/share) 1.0

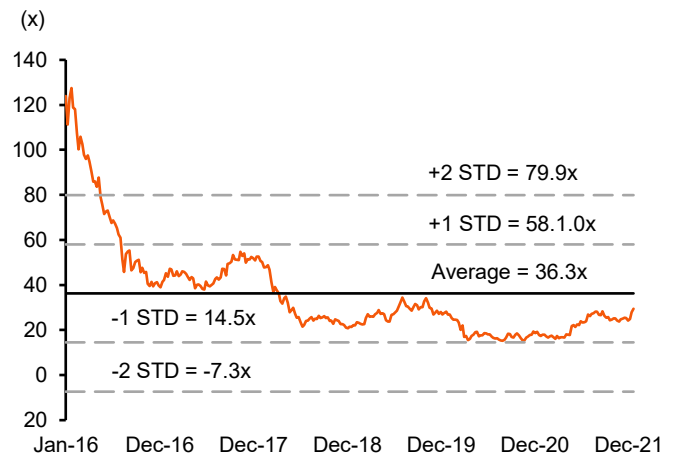
4) JV Alpha (50%-stake) – warehouse rental

DCF-based TP (Bt/share) 1.5

JWD's SOTP DCF-based TP (Bt/share) 22.0

Source: Thanachart estimates

Ex 21: JWD PE Since IPO



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 22: Key Assumption Changes (Con't)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Transportation and distribution revenue (Bt m)					
New	490	435	828	1,059	1,174
Old			414	435	452
Change (%)			100.1	143.5	159.5
Auto yard and value-added service revenue (Bt m)					
New	465	388	471	521	602
Old			406	436	462
Change (%)			16.1	19.6	30.3
Dangerous goods terminal and warehouse revenue (Bt m)					
New	557	452	596	625	639
Old			470	499	524
Change (%)			26.7	25.2	22.0
SG&A to sales (%)					
New	19.6	16.7	14.6	14.8	14.8
Old			17.0	16.9	17.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 22: Key Assumption Changes

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Equity income from Esco - container port handling (Bt m)					
New			19	87	99
Old			0	0	0
Equity income from Alpha - warehouse rental and asset sales to REIT (Bt m)					
New			0	2	75
Old			0	0	0
Equity income from Transimex Vietnam 24%-stake (Bt m)					
New	53	104	151	196	236
Old			115	119	122
Change (%)			30.9	65.2	92.5
Normalized profit (Bt m)					
New	335	290	492	661	867
Old			364	414	455
Change (%)			35.1	59.8	90.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 23: 12-month SOTP-derived DCF-based TP Calculation, Using A 2022F Base Year

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal value
EBITDA excl. depre from right of use	1,244	1,411	1,541	1,681	1,790	1,881	1,969	2,074	2,178	2,269	2,364	—
Free cash flow	290	460	893	1,004	1,106	1,387	1,460	1,544	1,631	1,711	1,790	27,544
PV of free cash flow	289	397	715	746	747	866	842	823	804	780	720	11,079
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	7.7											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments*	18,809											
Net debt (2021F)	4,536											
Minority interest	131											
Equity value	14,142											
# of shares (m)	1,020											
Equity value / share (Bt)	13.90											
Investments												
Vietnam - Transimex Corporation (TMS) (24%) at 2022F PE 35x					5.6							
Esco 15%-stake - DDM					1.0							
Alpha (JWD x ORI) 50%-stake – DCF					1.5							
DCF-derived SOTP-based TP (Bt/share)					22.00							

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 24: 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)	(%)	(%)
Qube Holdings Ltd	QUB AU	Australia	23.9	15.4	34.1	29.6	2.1	2.0	21.9	20.0	2.1	2.3
Tegma Gestao Logistica SA	TGMA3 BZ	Brazil	36.4	8.2	10.1	9.3	1.5	1.4	6.1	5.0	5.6	6.9
Xiamen Xiangyu Co Ltd-A	600057 CH	China	83.3	19.5	8.3	6.9	1.1	1.0	10.2	8.6	6.0	7.2
Sinotrans Ltd	598 HK	HK	30.2	6.0	4.1	3.8	0.4	0.4	6.0	5.4	8.0	8.1
Kerry Logistics Network Ltd	636 HK	HK	58.9	(2.2)	12.4	12.7	1.4	1.3	7.1	8.3	26.6	2.3
Contrainer Corp Of India Ltd	CCRI IN	India	99.8	29.3	32.8	25.3	3.5	3.2	19.0	14.0	1.4	1.7
Allcargo Logistics Ltd	AGLL IN	India	48.8	8.4	20.1	18.6	3.5	3.1	12.1	11.3	1.0	1.1
Kintetsu World Express Inc	9375 JP	Japan	50.2	(22.7)	6.7	8.6	1.3	1.2	3.9	4.6	3.3	2.9
Hitachi Transport System Ltd	9086 JP	Japan	8.9	4.3	20.2	19.3	2.5	2.3	8.3	8.3	1.1	1.1
Mitsubishi Logistics Corp	9301 JP	Japan	(60.0)	(2.8)	15.7	16.1	0.7	0.7	10.9	10.6	2.7	2.8
Sankyu Inc	9065 JP	Japan	3.3	12.7	11.9	10.6	1.2	1.1	5.6	5.1	2.3	2.5
Yamato Holdings Co Ltd	9064 JP	Japan	1.0	10.9	17.5	15.8	1.6	1.5	6.2	5.6	1.8	2.0
CJ Logistics Corp	000120 KS	S.Korea	(49.1)	229.6	47.6	14.4	0.8	0.8	7.7	6.6	0.0	0.1
JWD InfoLogistics Pcl *	JWD TB	Thailand	69.7	34.4	39.4	29.3	5.6	5.2	19.7	17.3	2.0	2.4
Average			29.0	25.1	20.1	15.7	1.9	1.8	10.3	9.3	4.6	3.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 23 Dec-21 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เจดับเบิลยูดี อินโฟโลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ให้บริการรับฝากสินค้าและให้บริการด้านโลจิสติกส์ภาคพื้นดินอย่างครบวงจร โดยครอบคลุมการให้บริการ 5 ธุรกิจหลัก ได้แก่ 1. ธุรกิจให้บริการรับฝากและบริหารสินค้า โดยมีสินค้าที่ให้บริการ 4 ประเภทคือ สินค้าทั่วไป สินค้าอันตราย รถยนต์ และสินค้าควบคุมอุณหภูมิแช่เย็นและแช่แข็ง 2. ธุรกิจให้บริการขนส่งสินค้าในประเทศและขนส่งสินค้าข้ามแดน 3. ธุรกิจให้บริการขนย้ายบ้านและสำนักงานทั้งในประเทศและต่างประเทศ 4. ธุรกิจให้บริการรับฝาก บริการจัดการเอกสารและข้อมูลอย่างครบวงจร และ 5. ธุรกิจอื่น ๆ

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

- มีประสบการณ์ในการบริหารจัดการที่แข็งแกร่งในธุรกิจโลจิสติกส์ในไทย
- มีชื่อเสียงที่แข็งแกร่งในอุตสาหกรรมขนส่งและโลจิสติกส์ภายใต้แบรนด์ "JWD"
- ให้บริการโลจิสติกส์และซัพพลายเชนแบบครบวงจรทั้งในไทยและต่างประเทศ
- ให้บริการบริหารจัดการคลังสินค้าประเภทสินค้าสารเคมีและสินค้าอันตรายแต่เพียงผู้เดียว
- การขยายตัวในภูมิภาค ด้วยมีคู่ค้าที่แข็งแกร่ง

O — Opportunity

- นโยบายของรัฐบาลไทยที่ต้องการให้ไทยเป็นศูนย์กลางการขนส่งและโลจิสติกส์ของอาเซียน
- เจาะตลาด CLMV ที่เติบโตอย่างรวดเร็ว
- มีชื่อเสียงที่แข็งแกร่งขึ้นหลังจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ

W — Weakness

- ธุรกิจคลังสินค้าลงทุนสูง และมีระยะเวลาคืนทุนนาน

T — Threat

- เศรษฐกิจในประเทศและเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว
- การส่งออกที่ชะลอตัว
- การแข่งขันจากผู้ให้บริการโลจิสติกส์รายอื่น

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	20.67	22.00	6%
Net profit 21F (Bt m)	490	549	12%
Net profit 22F (Bt m)	585	661	13%
Consensus REC	BUY: 7	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไร 2021-22F ของเราสูงกว่าตลาด เพราะเราคาดว่าธุรกิจที่มีอยู่จะฟื้นตัวแข็งแกร่ง
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าเล็กน้อย 6% เนื่องจากเราใช้วิธีคิดลดกระแสเงินสดแก่มูลค่าการลงทุนใหม่

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากเศรษฐกิจโลกและเศรษฐกิจในประเทศเติบโตช้ากว่าคาด อาจทำให้เกิด downside risk ต่อความต้องการขนส่ง และโลจิสติกส์ และอาจทำให้ฐานกำไรของ JWD ต่ำลง
- หากการแข่งขันจากผู้ให้บริการโลจิสติกส์ในไทยและต่างประเทศรุนแรงกว่าคาด อาจทำให้เกิดความเสี่ยงต่ออัตราการใช้ประโยชน์จากคลังสินค้าและค่าเช่าของบริษัทฯ

Source: Thanachart

Key earnings drivers are the full-year contribution of new acquisitions and a turnaround of its existing businesses

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	3,566	3,858	5,099	6,003	6,519
Cost of sales	2,568	2,898	3,848	4,521	4,864
Gross profit	998	960	1,251	1,481	1,655
% gross margin	28.0%	24.9%	24.5%	24.7%	25.4%
Selling & administration expenses	700	644	744	888	965
Operating profit	298	316	506	593	690
% operating margin	8.4%	8.2%	9.9%	9.9%	10.6%
Depreciation & amortization	342	663	706	793	871
EBITDA	641	979	1,212	1,386	1,561
% EBITDA margin	18.0%	25.4%	23.8%	23.1%	23.9%
Non-operating income	38	32	66	78	85
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(108)	(191)	(205)	(220)	(231)
Pre-tax profit	228	157	368	452	544
Income tax	47	25	59	72	87
After-tax profit	182	132	309	379	457
% net margin	5.1%	3.4%	6.1%	6.3%	7.0%
Shares in affiliates' Earnings	143	150	181	305	436
Minority interests	10	8	2	(23)	(25)
Extraordinary items	28	0	57	0	0
NET PROFIT	363	290	549	661	867
Normalized profit	335	290	492	661	867
EPS (Bt)	0.4	0.3	0.5	0.6	0.9
Normalized EPS (Bt)	0.3	0.3	0.5	0.6	0.9

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	2,271	1,783	2,341	2,547	2,663
Cash & cash equivalent	886	815	800	800	800
Account receivables	952	731	964	1,135	1,232
Inventories	60	113	137	161	173
Others	372	123	440	451	457
Investments & loans	1,411	1,516	2,665	2,665	2,665
Net fixed assets	3,383	3,704	4,133	4,282	4,361
Other assets	754	2,471	2,532	2,645	2,683
Total assets	7,819	9,474	11,671	12,138	12,372
LIABILITIES:					
Current liabilities:	2,463	2,411	3,118	3,288	3,262
Account payables	696	589	780	917	986
Bank overdraft & ST loans	1,073	501	534	537	513
Current LT debt	572	963	1,681	1,693	1,615
Others current liabilities	122	358	124	141	148
Total LT debt	1,828	2,236	3,122	3,144	3,000
Others LT liabilities	258	1,575	1,852	1,850	1,824
Total liabilities	4,549	6,222	8,091	8,281	8,086
Minority interest	120	133	131	131	156
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	510	510	510	510	510
Share premium	1,336	1,336	1,336	1,336	1,336
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	814	817	823	823	823
Retained earnings	490	455	780	1,057	1,461
Shareholders' equity	3,150	3,118	3,449	3,726	4,130
Liabilities & equity	7,819	9,474	11,671	12,138	12,372

Sources: Company data, Thanachart estimates

Against 34/31% growth in
2022-23F, JWD looks
inexpensive to us at 29x
2022F PE

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	228	157	368	452	544
Tax paid	(49)	(21)	(58)	(69)	(86)
Depreciation & amortization	342	663	706	793	871
Chg In working capital	(33)	61	(66)	(58)	(40)
Chg In other CA & CL / minorities	203	411	(106)	247	395
Cash flow from operations	692	1,271	845	1,364	1,683
Capex	(841)	(984)	(1,000)	(800)	(800)
Right of use	0	(1,696)	(100)	(100)	(100)
ST loans & investments	210	246	(302)	0	0
LT loans & investments	(739)	(105)	(1,149)	0	0
Adj for asset revaluation	7	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	124	1,292	274	(117)	(74)
Cash flow from investments	(1,239)	(1,248)	(2,277)	(1,017)	(974)
Debt financing	1,199	226	1,636	38	(246)
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(214)	(255)	(224)	(384)	(463)
Warrants & other surplus	(24)	(67)	6	0	0
Cash flow from financing	961	(95)	1,417	(346)	(709)
Free cash flow	(149)	287	(155)	564	883

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	57.8	66.8	39.4	29.3	22.3
Normalized PE - at target price (x)	66.9	77.4	45.6	33.9	25.9
PE (x)	53.4	66.8	35.3	29.3	22.3
PE - at target price (x)	61.9	77.4	40.9	33.9	25.9
EV/EBITDA (x)	34.3	22.7	19.7	17.3	15.2
EV/EBITDA - at target price (x)	39.1	25.9	22.3	19.5	17.2
P/BV (x)	6.2	6.2	5.6	5.2	4.7
P/BV - at target price (x)	7.1	7.2	6.5	6.0	5.4
P/CFO (x)	28.0	15.2	22.9	14.2	11.5
Price/sales (x)	5.4	5.0	3.8	3.2	3.0
Dividend yield (%)	1.3	1.2	2.0	2.4	3.1
FCF Yield (%)	(0.8)	1.5	(0.8)	2.9	4.6
(Bt)					
Normalized EPS	0.3	0.3	0.5	0.6	0.9
EPS	0.4	0.3	0.5	0.6	0.9
DPS	0.3	0.2	0.4	0.5	0.6
BV/share	3.1	3.1	3.4	3.7	4.0
CFO/share	0.7	1.2	0.8	1.3	1.7
FCF/share	(0.1)	0.3	(0.2)	0.6	0.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	11.2	8.2	32.2	17.7	8.6
Net profit (%)	61.6	(20.1)	89.3	20.5	31.1
EPS (%)	61.6	(20.1)	89.3	20.5	31.1
Normalized profit (%)	38.2	(13.5)	69.7	34.4	31.1
Normalized EPS (%)	38.2	(13.5)	69.7	34.4	31.1
Dividend payout ratio (%)	70.3	77.4	70.0	70.0	70.0
Operating performance					
Gross margin (%)	28.0	24.9	24.5	24.7	25.4
Operating margin (%)	8.4	8.2	9.9	9.9	10.6
EBITDA margin (%)	18.0	25.4	23.8	23.1	23.9
Net margin (%)	5.1	3.4	6.1	6.3	7.0
D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.1	1.5	1.4	1.2
Net D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.9	1.3	1.2	1.0
Interest coverage - EBIT (x)	2.8	1.7	2.5	2.7	3.0
Interest coverage - EBITDA (x)	5.9	5.1	5.9	6.3	6.8
ROA - using norm profit (%)	4.7	3.4	4.7	5.6	7.1
ROE - using norm profit (%)	10.9	9.3	15.0	18.4	22.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	5.9	4.2	9.4	10.6	11.6
- asset turnover (x)	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
- operating margin (%)	9.4	9.0	11.2	11.2	11.9
- leverage (x)	2.3	2.8	3.2	3.3	3.1
- interest burden (%)	67.8	45.2	64.3	67.3	70.2
- tax burden (%)	79.5	84.1	84.0	84.0	84.0
WACC (%)	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
ROIC (%)	4.9	4.6	7.1	6.2	7.0
NOPAT (Bt m)	237	266	425	498	580
invested capital (Bt m)	5,737	6,003	7,985	8,300	8,458

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 133 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2204A, AOT16C2112A, AOT16C2202A, BAM16C2204A, BAM16C2112A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2204A, BBL16C2201A, BBL16C2203A, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BGRI16C2112A, CBG16C2204A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2112A, CHG16C2202A, COM716C2112A, COM716C2203A, CPAL16C2204A, CPAL16C2112A, CPAL16C2203A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2112A, DOHO16C2202A, DTAC16C2112A, EA16C2201A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2112A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2201A, KTC16C2112A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2204A, MINT16C2112A, MINT16C2203A, MTC16C2204A, MTC16C2112A, MTC16C2202A, OR16C2112A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTT16C2203A, PTTE16C2112A, PTTE16C2203A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016C2112D, S5016C2203A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112C, S5016P2112D, S5016P2203A, SAWA16C2204A, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCC16C2112A, SCGP16C2201A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2203A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2201A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TU16C2204A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTTE, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASCO, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อย่างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

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

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง 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 มีกรรมกรร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีควิเบเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีควิเบเมนท์ 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 นิการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบโต
พัทธดนย์ บุญนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรัชดา ศรีทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นริพนธ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
naripom.kla@thanachartsec.co.th

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

พลังงาน, ปิโตรเคมี, กระดาษ
จักร เรืองสินัญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

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

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

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

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

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า
รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุณภัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชานันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี 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
sunet.rak@thanachartsec.co.th

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

สุจินตนา สดภาพ
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