

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 28.00

Upside : 32.1%

From (Bt 18.00)

11 JANUARY 2022

Small Cap Research

WICE Logistics Pcl (WICE TB)

สบโอกาสในการเติบโต

เนื่องจากฐานลูกค้าที่ใหญ่ขึ้น และประสบความสำเร็จในธุรกิจบริการข้ามพรมแดน (CBS) WICE จึงกำลังผลักดันการเติบโตของกำไรไปอีก ด้วยเส้นทางการขนส่งทางทะเลใหม่ และการขยาย CBS ซึ่งรุกอย่างต่อเนื่อง เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" WICE โดยมีราคาเป้าหมายสูงขึ้นที่ 28 บาท



RATA LIMSUTHIWANPOOM

662 - 483 8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

คงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 28 บาท

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" WICE ด้วยมีราคาเป้าหมายใหม่ (ปีฐาน 2022F) ที่ 28 บาท (จาก 18 บาท) 1) WICE กำลังขยายเส้นทางขนส่งสินค้าทางทะเลจีน-สหรัฐฯ ใหม่ โดยคาดว่าจะใช้ประโยชน์จากฐานลูกค้าที่ขยายใหญ่ขึ้นจากเส้นทางไทย-สหรัฐฯ ที่มีอยู่เดิม 2) WICE ได้เพิ่มตู้คอนเทนเนอร์รองรับราว 40% ในปีนี้สำหรับธุรกิจบริการข้ามพรมแดน (CBS) และคาดว่าจะประหยัดค่าใช้จ่ายได้ 7-10% โดยใช้เส้นทางรถไฟความเร็วสูงลาว-จีน สำหรับธุรกิจ CBS 3) ด้วยมีการระบาคของโควิดสายพันธุ์โอไมครอนใหม่ ปัญหาระบบขนส่งโลจิสติกส์จึงยังคงอยู่ และยังคงทำให้อัตราค่าระวางทางอากาศและทางทะเลเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง และ 4) WICE ถือว่าไม่แพงเนื่องจากเป็นหุ้นที่เติบโต ซื้อขายที่ 20 เท่า PE เทียบกับ EPS ที่เติบโต 41/17% ในปี 2022-23F เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้น 4/22/31% ในปี 2021-23F เพื่อสะท้อนปัจจัยใหม่ข้างต้น

สบโอกาสในการเติบโต

สถานการณ์โควิดและระบบขนส่งโลจิสติกส์ที่สะดุดในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา ได้สร้างโอกาสการเติบโตแก่ WICE ด้วยทำให้บริษัท มีลูกค้าใหม่เพิ่มขึ้นอย่างมากจากลูกค้าที่ไม่สามารถหาพื้นที่บริการขนส่งจากบริษัทขนส่งรายอื่นที่มีขนาดเล็กกว่าได้ ด้วยฐานลูกค้าที่ใหญ่ขึ้น WICE จึงกำลังเพิ่มเส้นทางจีน-สหรัฐฯ ซึ่งเป็นเส้นทางขนส่งที่ใหญ่กว่าเส้นทางไทย-สหรัฐฯ มาก จีนคิดเป็น 18% ของยอดนำเข้ารวมของสหรัฐฯ เทียบกับ 1.5% ของไทย อุปทานที่ตึงตัวและอัตราค่าระวางทางอากาศที่สูงช่วยให้ธุรกิจ CBS เติบโตในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา และปัจจุบัน WICE คาดว่า CBS จะสามารถประหยัดต้นทุนจากการใช้เส้นทางรถไฟความเร็วสูงลาว-จีน เนื่องจากรถไฟถูกกว่ารถบรรทุก หากธุรกิจมีขนาดใหญ่พอในอนาคต WICE อาจพิจารณาดำเนินธุรกิจขนส่งสินค้าด้วยรถไฟความเร็วสูงอย่างเต็มตัว

ระบบขนส่งโลจิสติกส์ยังคงสะดุด

ความกังวลของตลาดอย่างหนึ่งสำหรับ WICE คือการที่อัตราค่าระวางทางอากาศและทางทะเลกลับมาอยู่ที่ระดับปี 2019 ซึ่งเป็นระดับปกติ โดยปัจจุบันสูงกว่าปี 2019 ราว 3 เท่า และ 5 เท่า ตามลำดับ เราคาดว่าปีนี้ อัตราค่าระวางจะยังคงอยู่ในระดับสูงต่อเนื่อง เนื่องจากสถานการณ์โควิดและปัญหาการหยุดชะงักของระบบโลจิสติกส์ยังไม่บรรเทาลง เราเชื่อว่าประมาณการการเติบโตของ EPS ของเราที่ 41/17% ในปี 2022-23F เป็นระดับที่เป็นไปได้ ด้วยคาดว่าปริมาณจะเติบโต 31/24% และอัตราค่าระวางทางอากาศลดลง 19% ต่อปี และค่าระวางทางทะเลเปลี่ยนแปลง +15/-20% เราคาดว่าสถานการณ์จะกลับมาปกติโดยสมบูรณ์ในปี 2024F ซึ่งเราคาดว่า EPS ของ WICE จะหดตัวลง 17%

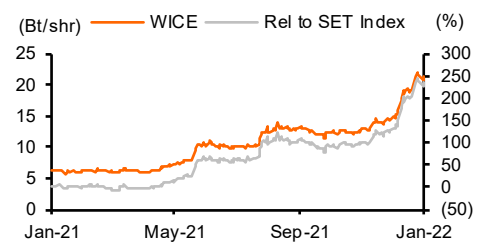
ทำสถิติสูงสุดอีกครั้งใน 4Q21F

เราคาดว่า WICE จะมีกำไรปกติทำสถิติสูงสุดใหม่ที่ 164 ลบ. ใน 4Q21F เพิ่มขึ้น 135% y-y และ 7% q-q บริษัทฯ ยังคาดว่าสายธุรกิจส่วนใหญ่ เช่น ธุรกิจขนส่งทางทะเล (60% ของ EBIT) ทางอากาศ (19%) และ CBS ซึ่งถือหุ้น 51% (16%) จะแข็งแกร่งต่อเนื่องใน 1Q22

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	3,996	7,647	9,895	10,799
Net profit	201	519	703	822
Consensus NP	—	467	535	577
Diff frm cons (%)	—	11.3	31.3	42.6
Norm profit	192	500	703	822
Prev. Norm profit	—	482	578	629
Chg frm prev (%)	—	3.7	21.6	30.8
Norm EPS (Bt)	0.29	0.77	1.08	1.26
Norm EPS grw (%)	269.5	160.6	40.5	16.9
Norm PE (x)	72.0	27.6	19.7	16.8
EV/EBITDA (x)	35.1	16.2	11.2	8.8
P/BV (x)	15.8	11.2	8.3	6.5
Div yield (%)	0.7	1.7	2.3	2.7
ROE (%)	23.0	47.4	48.6	43.2
Net D/E (%)	(26.7)	(36.5)	(48.9)	(59.1)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 11-Jan-22 (Bt)	21.20
Market Cap (US\$ m)	413.6
Listed Shares (m shares)	651.9
Free Float (%)	41.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	4.8
12M Price H/L (Bt)	22.00/5.75
Sector	Transportation
Major Shareholder	Kongsoonthorn Family 41.6%

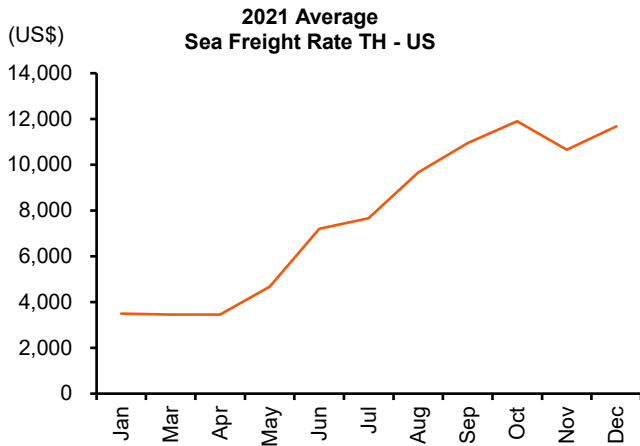
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

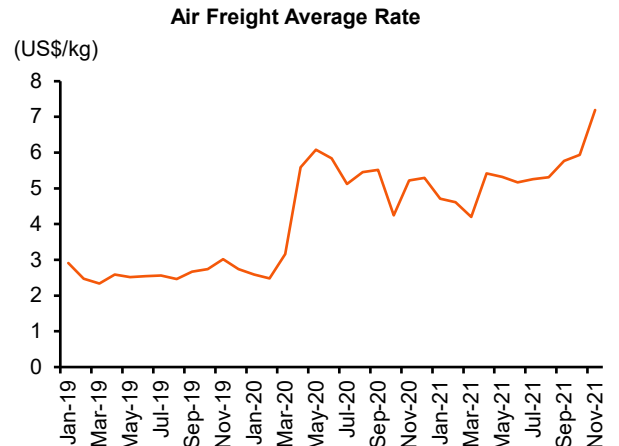


Ex 1: Container Freight Rate Monthly



Source: Thai National Shippers' Council

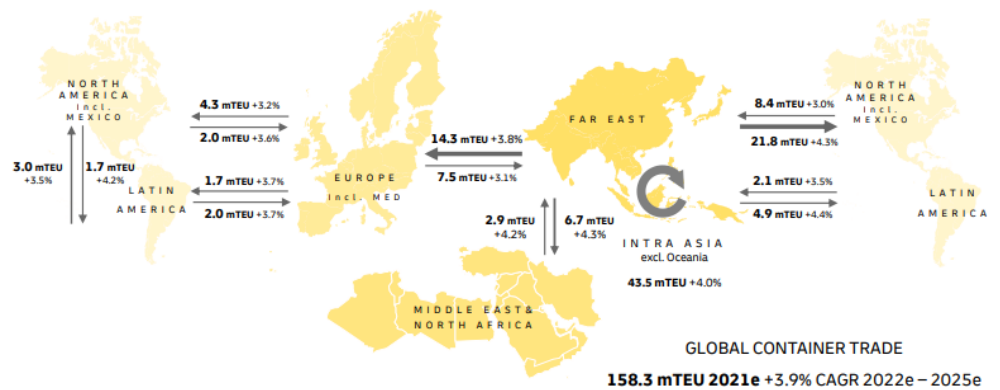
Ex 2: Air Freight Rate Monthly



Source: Bloomberg

Ex 3: Ocean Container Volume From Asia To North America Ranks the Second Highest

Market volume 2021 – 2025



Source: Seabury

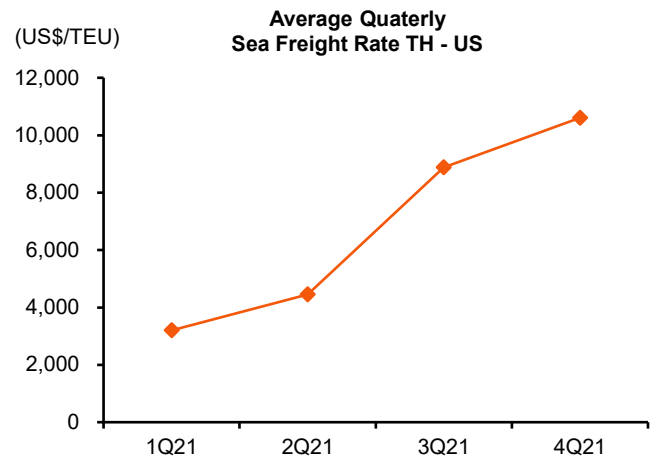
Note: A TEU (twenty-foot equivalent unit) is a measure of volume in units of twenty-foot long containers

Ex 4: Top US Top Trading Partners in 11M21 – Imports

Country	Import value (USDbn)	% of total
Total, all countries	2,575	100.0
Total, top 10 countries	1,762	68.4
1 China	457	17.7
2 Mexico	352	13.7
3 Canada	324	12.6
4 Japan	124	4.8
5 Germany	124	4.8
6 Vietnam	92	3.6
7 South Korea	86	3.3
8 Taiwan	70	2.7
9 Ireland	68	2.6
10 India	66	2.6
... Thailand	38	1.5

Sources: The U.S. Census Bureau, Bank of Thailand

Ex 5: Container Freight Rates



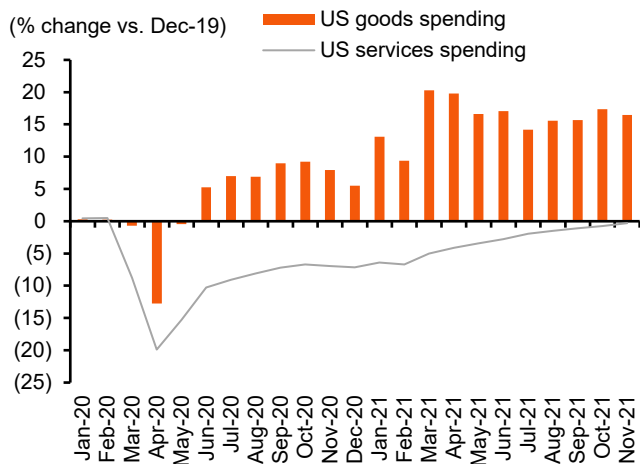
Source: Thai National Shippers' Council

Ex 6: US Key Container Ports Breakdown By Country Of Imported Origin And Product

Los Angeles		Seattle & Tacoma	
#1 port, 18% market share		#4 port, 9% market share	
Top Trading Partners	% of cargo value	Top Trading Partners	% of volume
China/HK	44%	China	53%
Japan	14%	Vietnam	10%
Vietnam	9%	Japan	6%
Top Containerized Imports	% of volume	Top Containerized Imports	% of volume
Furniture	15%	Furniture	15%
Auto parts	7%	Apparel, textiles, footwear	12%
Apparel	6%	Other machineries	8%
Electronics	5%	Auto parts	6%
Plastic	5%	Toys & games	5%

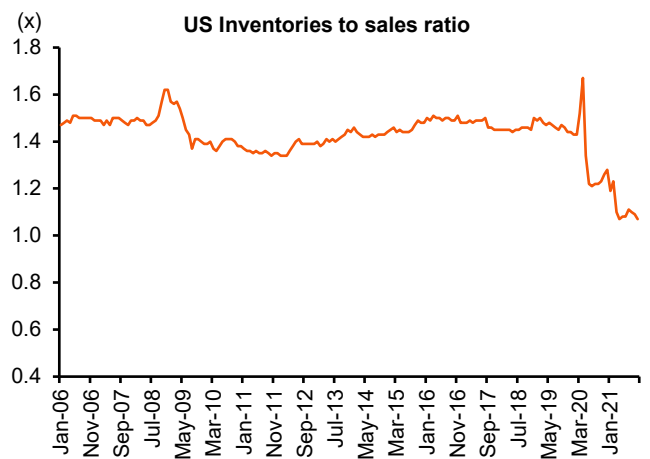
Source: Thanachart Compilation

Ex 7: Strong US Consumption Driving Goods Trade



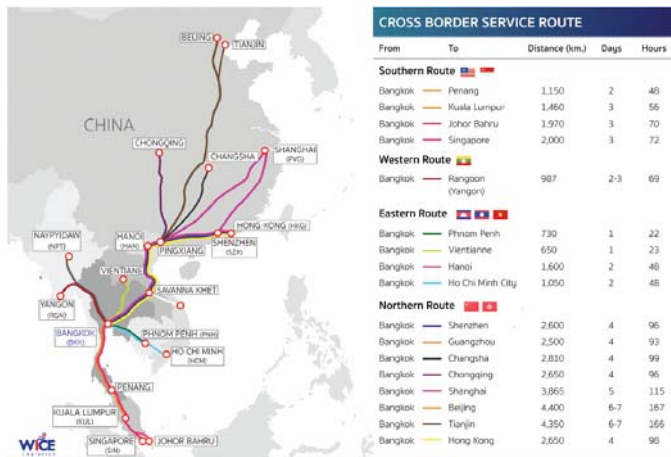
Source: U.S. Bureau of Economic Analysis

Ex 8: US Retail Inventories Have Remained Low



Source: Federal Reserve Economic Data

Ex 9: WICE's Cross-Border Service Routes



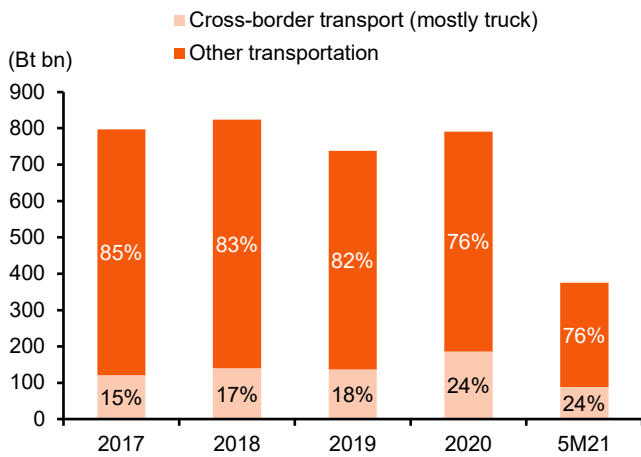
Source: Company data,

Ex 10: Plans To Use China-Laos Railway Service



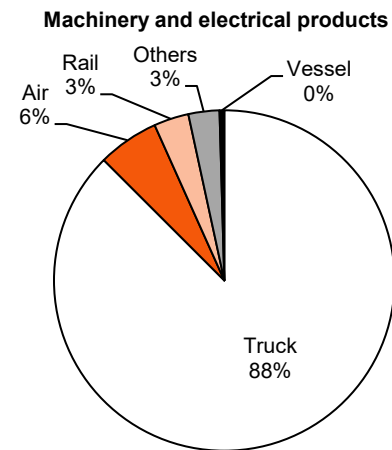
Source: China Daily

Ex 11: Thailand Cross-Border Trade Transport Share



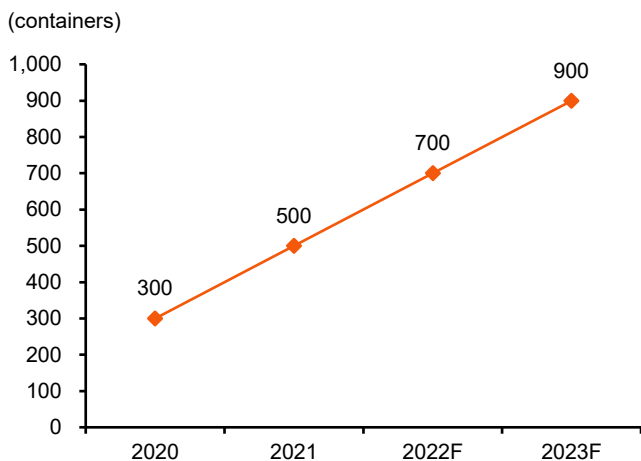
Sources: Thailand Department of Foreign Trade, Ministry of Commerce
 Note: Cross-border to Singapore, Vietnam and South China

Ex 12: US Truck Share For Cross-Border Trade



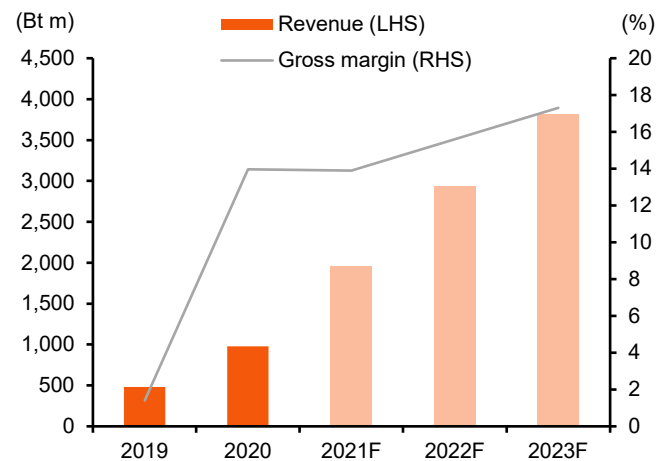
Source: US Department of Transport
 Note: Cross-border to Mexico and Canada

Ex 13: WICE Continues To Add New Containers



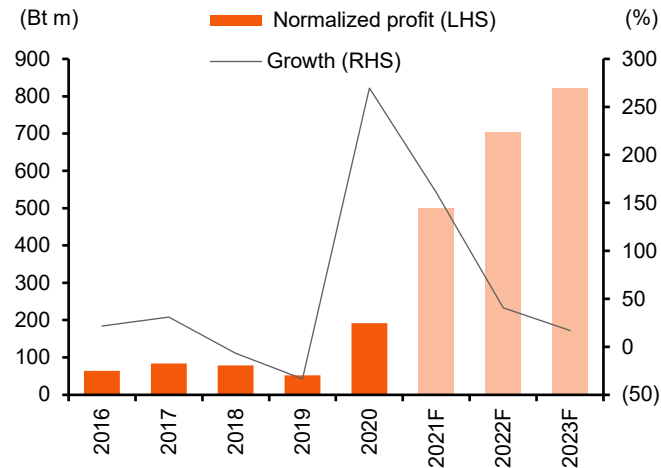
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 14: Cross-Border Service Revenue And Gross Margin



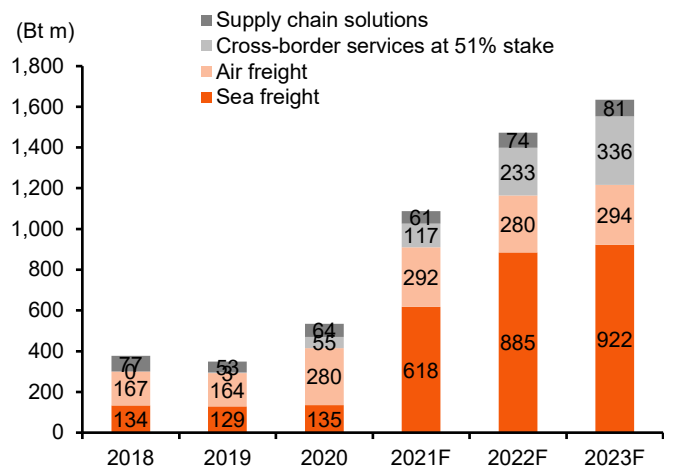
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 15: Strong Earnings Growth



Sources: Company data, Thanachart estimates

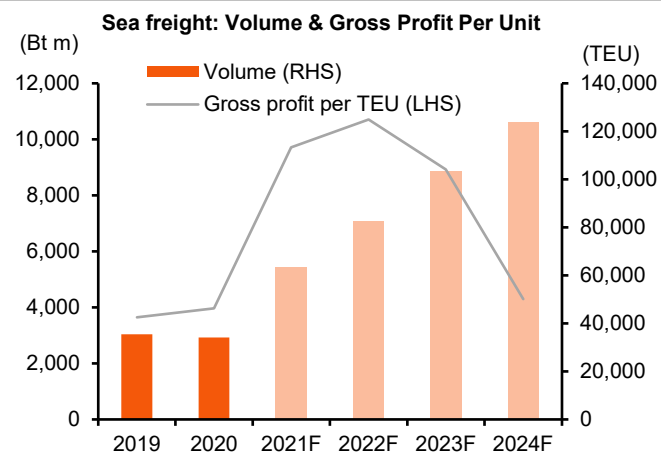
Ex 16: Gross Profit Breakdown



Sources: Company data, Thanachart estimates

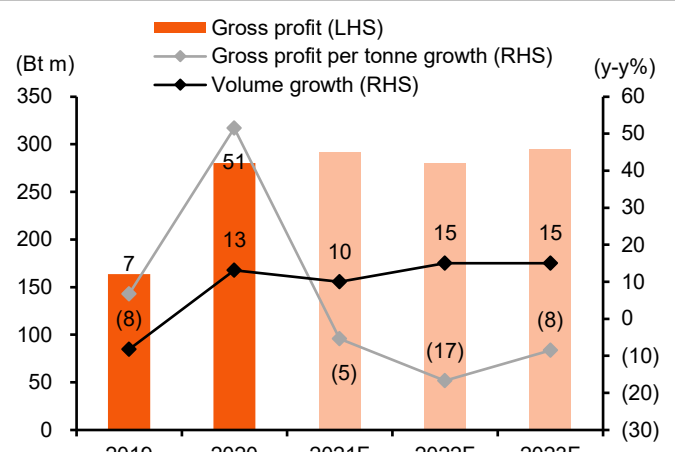
Note: *Supply chain solutions cover customs brokers, domestic transport and warehouse services.

Ex 17: Sea-Freight Forecasts



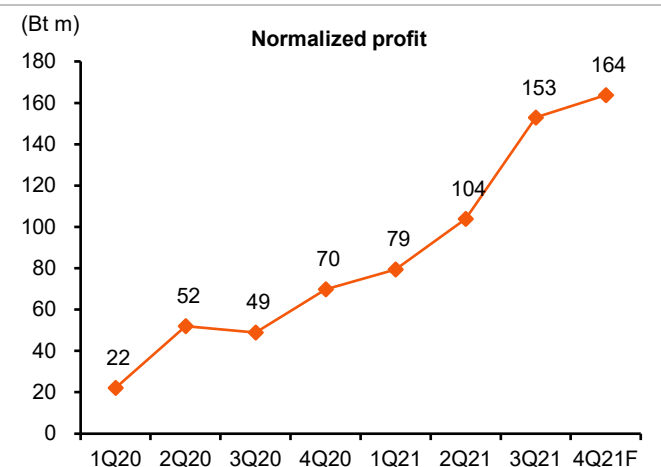
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 18: We Estimate Relatively Flat Air-Freight Earnings



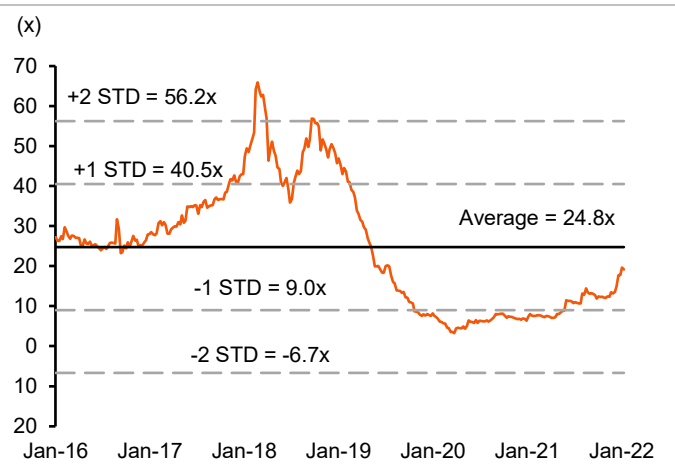
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 19: Record Earnings Continue



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 20: WICE's STD PE



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 21: Key Assumption Changes

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Sea-freight volume growth (%)					
- New	29.7	(3.9)	86.5	30.0	25.0
- Old			55.0	15.0	15.0
Sea -freight gross profit per unit (Bt/TEU)					
- New	3,645	3,957	9,714	10,705	8,921
- Old			10,965	10,965	9,252
- Change (%)			(11.4)	(2.4)	(3.6)
Cross-border revenue (Bt m)					
- New	479	979	1,855	2,932	3,812
- Old			2,406	2,887	3,465
- Change (%)			(22.9)	1.5	10.0
Cross-border gross margin (%)					
- New	1.4	14.0	13.9	15.6	17.3
- Old			11.9	13.0	14.5
- Change (pp)			2.0	2.6	2.8
Normalized profit (Bt m)					
- New	52	192	500	703	822
- Old			482	578	629
- Change (%)			3.7	21.6	30.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 22: 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	1,155	1,405	1,329	1,655	1,974	2,281	2,563	2,886	3,235	3,605	4,003	—
Free cash flow	621	882	933	1,170	1,431	1,685	1,922	2,173	2,449	2,743	3,057	30,593
PV of free cash flow	620	713	678	765	823	868	886	897	905	907	862	8,624
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	11.2											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	17,548											
Net debt (2021F)	(468)											
Minority interest	48											
Equity value	17,968											
# of shares (m)	652											
Equity value/share (Bt)	28											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 23: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		—Div yield—	
			21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Expeditors Int'l	EXPD US	US	88.1	(15.2)	16.3	19.2	6.0	5.1	10.7	12.8	0.9	0.9
CH Robinson Worldwide	CHRW US	US	71.6	(2.5)	16.9	17.3	7.0	6.1	13.0	13.2	1.9	2.1
Echo Global Logistics	ECHO US	US	106.0	(17.9)	na	na	na	na	na	na	na	na
Eastern Air Logistics	601156 CH	China	na	3.1	11.0	10.7	3.4	2.7	6.6	6.3	2.1	2.2
LEO Global Logistics	LEO TB	Thailand	105.8	26.5	29.9	23.7	7.3	6.3	25.4	20.3	1.6	2.0
Triple I Logistics	III TB	Thailand	101.3	12.0	30.7	27.4	6.4	5.5	34.9	30.2	1.5	1.6
Sonic Interfreight	SONIC TB	Thailand	147.7	37.0	18.0	13.1	na	na	16.8	10.4	2.7	3.7
Wice Logistics	WICE TB	Thailand	160.6	40.5	27.6	19.7	11.2	8.3	16.2	11.2	1.7	2.3
Average			111.6	10.4	21.5	18.7	6.9	5.7	17.7	14.9	1.8	2.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 11-Jan-22 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

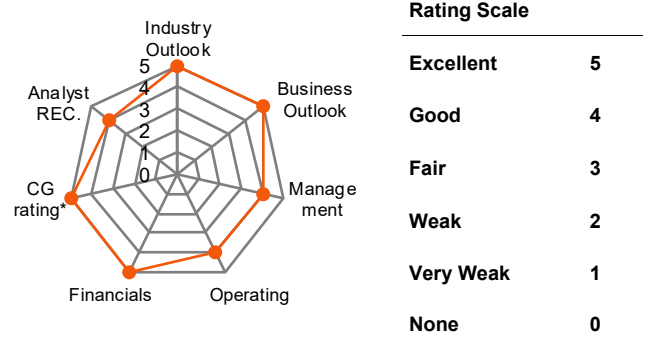
S — Strength

- มีประสบการณ์อันยาวนานในธุรกิจให้บริการบริหารจัดการขนส่งสินค้าระหว่างประเทศ 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)	19.37	28.00	45%
Net profit 21F (Bt m)	467	519	11%
Net profit 22F (Bt m)	535	703	31%
Consensus REC	BUY: 4	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2021-22F ของเรายิ่งสูงกว่าของตลาด 11-31% เนื่องจากเราเชื่อว่าเรามองบวกมากขึ้นต่อบริการขนส่งทางทะเลและบริการข้ามพรมแดน
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของตลาด 45%

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากเศรษฐกิจโลกหรือเศรษฐกิจในประเทศฟื้นตัวช้ากว่าที่เราคาดการณ์ไว้ จะส่งผลให้เกิดความเสี่ยงต่อความต้องการขนส่ง
- หากค่าระวางขนส่งทางอากาศลดลงกว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นสำหรับบริการข้ามพรมแดนขยายตัวต่ำกว่าที่คาดไว้จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	2,221	3,996	7,647	9,895	10,799
Cost of sales	1,869	3,378	6,404	8,199	8,842
Gross profit	352	617	1,243	1,696	1,957
% gross margin	15.9%	15.5%	16.3%	17.1%	18.1%
Selling & administration expenses	291	293	494	646	687
Operating profit	62	325	749	1,050	1,271
% operating margin	2.8%	8.1%	9.8%	10.6%	11.8%
Depreciation & amortization	42	61	75	105	135
EBITDA	104	386	823	1,155	1,405
% EBITDA margin	4.7%	9.7%	10.8%	11.7%	13.0%
Non-operating income	0	0	0	0	0
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(7)	(10)	(13)	(14)	(14)
Pre-tax profit	55	315	736	1,036	1,256
Income tax	21	48	147	207	251
After-tax profit	34	267	589	829	1,005
% net margin	1.5%	6.7%	7.7%	8.4%	9.3%
Shares in affiliates' Earnings	(0)	(1)	0	0	0
Minority interests	18	(74)	(88)	(126)	(183)
Extraordinary items	10	9	19	0	0
NET PROFIT	62	201	519	703	822
Normalized profit	52	192	500	703	822
EPS (Bt)	0.1	0.3	0.8	1.1	1.3
Normalized EPS (Bt)	0.1	0.3	0.8	1.1	1.3

Sea-freight and cross-border services are key earnings-growth drivers

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	934	1,402	2,468	3,464	4,249
Cash & cash equivalent	302	408	609	1,059	1,624
Account receivables	596	953	1,781	2,304	2,515
Inventories	0	0	0	0	0
Others	36	41	78	101	110
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	230	208	333	428	494
Other assets	410	436	443	451	459
Total assets	1,574	2,046	3,244	4,344	5,202
LIABILITIES:					
Current liabilities:	528	845	1,581	2,024	2,179
Account payables	464	727	1,439	1,842	1,986
Bank overdraft & ST loans	12	14	13	15	14
Current LT debt	14	32	0	0	0
Others current liabilities	38	72	130	167	179
Total LT debt	48	102	128	146	135
Others LT liabilities	111	123	253	338	391
Total liabilities	687	1,070	1,962	2,508	2,705
Minority interest	93	99	48	173	356
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	628	1,056	1,536
Shareholders' equity	794	877	1,234	1,662	2,141
Liabilities & equity	1,574	2,046	3,244	4,344	5,202

Net cash position

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

	FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<i>We forecast sustainable cash inflow streams</i>	Earnings before tax	55	315	736	1,036	1,256
	Tax paid	(17)	(20)	(117)	(176)	(246)
	Depreciation & amortization	42	61	75	105	135
	Chg In working capital	(16)	(94)	(116)	(120)	(66)
	Chg In other CA & CL / minorities	(9)	(70)	(149)	(17)	(2)
	Cash flow from operations	55	193	429	827	1,077
<i>We assume rising capex to finance growing cross-border business</i>	Capex	(48)	(39)	(200)	(200)	(200)
	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	120	78	44
	Cash flow from investments	(54)	(52)	(80)	(122)	(156)
	Debt financing	84	83	14	20	(13)
	Capital increase	0	0	0	0	0
	Dividends paid	(99)	(77)	(163)	(275)	(343)
	Warrants & other surplus	7	(40)	0	0	0
	Cash flow from financing	(8)	(34)	(148)	(255)	(356)
	Free cash flow	6	153	229	627	877

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	265.9	72.0	27.6	19.7	16.8
Normalized PE - at target price (x)	351.2	95.0	36.5	26.0	22.2
PE (x)	223.0	68.7	26.6	19.7	16.8
PE - at target price (x)	294.5	90.8	35.1	26.0	22.2
EV/EBITDA (x)	130.9	35.1	16.2	11.2	8.8
EV/EBITDA - at target price (x)	173.6	46.6	21.6	15.0	11.9
P/BV (x)	17.4	15.8	11.2	8.3	6.5
P/BV - at target price (x)	23.0	20.8	14.8	11.0	8.5
P/CFO (x)	253.4	71.7	32.2	16.7	12.8
Price/sales (x)	6.2	3.5	1.8	1.4	1.3
Dividend yield (%)	0.4	0.7	1.7	2.3	2.7
FCF Yield (%)	0.0	1.1	1.7	4.5	6.3
(Bt)					
Normalized EPS	0.1	0.3	0.8	1.1	1.3
EPS	0.1	0.3	0.8	1.1	1.3
DPS	0.1	0.1	0.4	0.5	0.6
BV/share	1.2	1.3	1.9	2.5	3.3
CFO/share	0.1	0.3	0.7	1.3	1.7
FCF/share	0.0	0.2	0.4	1.0	1.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	21.2	79.9	91.4	29.4	9.1
Net profit (%)	(35.6)	224.5	158.3	35.4	16.9
EPS (%)	(35.6)	224.5	158.3	35.4	16.9
Normalized profit (%)	(33.5)	269.5	160.6	40.5	16.9
Normalized EPS (%)	(33.5)	269.5	160.6	40.5	16.9
Dividend payout ratio (%)	94.7	45.4	45.0	45.0	45.0
Operating performance					
Gross margin (%)	15.9	15.5	16.3	17.1	18.1
Operating margin (%)	2.8	8.1	9.8	10.6	11.8
EBITDA margin (%)	4.7	9.7	10.8	11.7	13.0
Net margin (%)	1.5	6.7	7.7	8.4	9.3
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.6)
Interest coverage - EBIT (x)	9.2	33.1	58.2	75.4	88.9
Interest coverage - EBITDA (x)	15.4	39.4	64.0	82.9	98.3
ROA - using norm profit (%)	3.5	10.6	18.9	18.5	17.2
ROE - using norm profit (%)	6.4	23.0	47.4	48.6	43.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	4.2	32.0	55.8	57.2	52.8
- asset turnover (x)	1.5	2.2	2.9	2.6	2.3
- operating margin (%)	2.8	8.1	9.8	10.6	11.8
- leverage (x)	1.9	2.2	2.5	2.6	2.5
- interest burden (%)	89.1	97.0	98.3	98.7	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	97.1	109.6	133.1
NOPAT (Bt m)	38	275	599	840	1,016
invested capital (Bt m)	566	617	766	764	665

Sources: Company data, Thanachart estimates

High ROE, based on our forecasts

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 116 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AOT16C2204A, AOT16C2202A, BAM16C2204A, BANP16C2204A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2204A, BBL16C2201A, BBL16C2203A, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BGRI16C2205A, CBG16C2204A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2202A, COM716C2203A, CPAL16C2204A, CPAL16C2203A, CPF16C2205A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2202A, EA16C2205A, EA16C2201A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2205A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C2202A, GUNK16C2205A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C2204A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2205A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2205A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2205A, KCE16C2201A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MINT16C2204A, MINT16C2203A, MTC16C2204A, MTC16C2202A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2201A, PTT16C2203A, PTTE16C2203A, RBF16C2202A, RS16C2205A, RS16C2201A, S5016P2203B, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016C2112D, S5016C2203A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112C, S5016P2112D, S5016P2203A, SAWA16C2204A, SAWA16C2202A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCGP16C2201A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2203A, STA16C2201A, STEC16C2204A, STEC16C2201A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, 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, PTT, PTTEP, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TESCO, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัท ทูธนชาติ 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 ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชอาณาจักรไทย จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล 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 หมศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

พลังงาน , บีโตร์เคมี, กระดาษ
จักร เรื่องสิทธิสัญญา
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, เติมน้ำมัน
พัทธดนย์ บุณนา
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

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

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

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรัชชา ศรทรง
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
ภัทรวลดี หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

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

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

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

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

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

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงไสกกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุลศล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ 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 สถาพร
Tel: 662-779-9198
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
19 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th