

BUY (Unchanged)
Change in Numbers

TP: Bt 4.00
Upside : 19.8%

(Unchanged)
25 MARCH 2022

Small Cap Research

WHA Corporation Pcl (WHA TB)

เริ่มฟื้นตัว

WHA ได้ประโยชน์หลังคลายล็อกดาวน์ ด้วยยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมฟื้นตัวแข็งแกร่งใน 4Q21 เราคาดว่าความต้องการที่ถูกกักไว้ในไทย และอุปทานที่ดินใหม่ในเวียดนามจะผลักดันยอดขายที่ดินให้สูงกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปี แม้ฐานจะสูง แต่เราคาดว่ากำไรปกติจะเติบโต 19/17% ในปี 2022-23F หันยังคงซื้อขายที่กรอบล่างของช่วง PE แนะนำ "ซื้อ"



RATA LIMSUTHIWANPOOM
662 - 483 8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

คงคำแนะนำ "ซื้อ"

เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" WHA โดยมีราคาเป้าหมาย NAV SOTP ปี 2022F ที่ 4.0 บาท 1) presales ที่ดินในนิคมอุตสาหกรรม (IE) เริ่มฟื้นตัวและมีที่ดินใหม่ในเวียดนาม เราคาดว่า WHA จะมียอด presales สูงกว่าค่าเฉลี่ยในปี 2022-24F 2) แม้จะมีฐานที่สูง แต่เราคาดว่า WHA จะมีกำไรเติบโต 19/17/14% ในปี 2022-24F 3) เรามองว่า WHA ไม่แพง ซื้อขายที่ 83% ของ NAV ของเราที่ 4.0 บาท โดยเราให้ส่วนลดเฉลี่ย 24% แก่ราคาที่ดินที่พัฒนาแล้ว และให้มูลค่าที่ดินเปล่าที่มูลค่าตามราคาทุน เราปรับลดกำไรปกติลง 12/7/2% ในปี 2022-24F จากรายได้ที่ดินนิคมอุตสาหกรรมและพื้นที่ pre-leased โกดังสินค้าที่ลดลง และการเพิ่มขึ้นของราคาก๊าซส่งผลกระทบต่อส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมที่ดำเนินธุรกิจไฟฟ้า แต่ด้วยหนี้สินที่ต่ำกว่าคาด ราคาเป้าหมายของเราจึงยังคงอยู่ที่ 4.0 บาท

ยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมเริ่มฟื้นตัว

เนื่องจากอุปสรรคในการเยี่ยมชมสถานที่และเศรษฐกิจที่ชะลอตัวท่ามกลางสถานการณ์โควิด ยอด presales IE ของ WHA จึงอยู่ที่เพียง 510/554 ไร่ ในปี 2020-21 เทียบกับ presales เฉลี่ย 5 ปี ก่อนเกิดโควิดที่ 920 ไร่ ทั้งที่ขยายสู่เวียดนามเป็นครั้งแรกในปี 2020 ด้วยการผ่อนปรนการกักตัวของไทย WHA จึงมียอด presales IE ที่ฟื้นตัวแข็งแกร่งใน 4Q21 นักลงทุนเริ่มเข้ามา และได้รับความสนใจที่ดีจากกลุ่มยานยนต์ อิเล็กทรอนิกส์ และการบริโภค WHA มีที่ดิน 2,000 ไร่ อยู่ระหว่างการเจรจา เราคาดว่าอุปสงค์ที่ถูกกักไว้ในไทย และอุปทานที่ดินใหม่ในเวียดนามใน 2H22 จะทำให้ยอดขาย presales ปี 2022-24F สูงกว่าค่าเฉลี่ยมาอยู่ที่ 1,100/1,400/1,490 ไร่ เราคาดว่ารายได้จากการขายที่ดินจะเติบโต 195/23/20% ในปี 2022-24F Backlog ที่ยกมาจากการโอนล่าช้าตั้งแต่เริ่มมีการระบาดของโควิดในปี 2020 น่าจะรองรับ 56% ของรายได้จากการขายที่ดินปี 2022F

มีแนวโน้มฟื้นตัวดี

กำไรจากการดำเนินงานของ WHA มาจากการขายที่ดิน (20%) ไฟฟ้าและสาธารณูปโภค (34%) ค่าเช่าโกดังสินค้าและการขายสินทรัพย์เช่า 2 กอง REIT (31%) และเงินปันผลและค่าธรรมเนียมการบริหารจัดการกอง REIT (13%) เราคาดว่ากำไรปกติของ WHA จะเติบโต 19/17/14% ในปี 2022-24F เรามองว่าเป็นการฟื้นตัวที่ดีของกำไรจากฐานที่สูงในปีที่แล้ว เมื่อ WHA เพิ่มการขายโกดังสินค้าเข้ากอง REIT และขายที่ดินที่ไม่ใช่ในนิคมฯ เพื่อหนุนการเติบโตของกำไร ปัจจัยหลักหนุนการเติบโต คือ ยอดขาย IE ธุรกิจสาธารณูปโภคที่ดีขึ้นในไทย และส่วนแบ่งขาดทุนจากเวียดนามที่ลดลง รายได้ของโรงไฟฟ้าจะช่วยเหลือต้นทุนกำไรในปี 2023-24F เมื่อต้นทุนก๊าซแตะจุดสูงสุด สำหรับการเช่าโกดังและการขายสินทรัพย์ เราคาดว่ากำไรจะลดลง 27% ในปี 2022F จากฐานที่สูง และน่าจะทรงตัวในปี 2023-24F

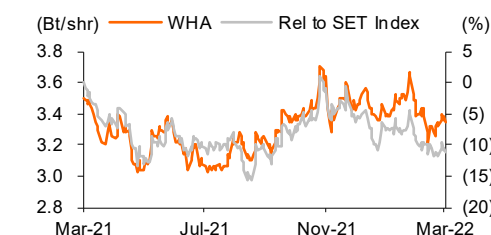
เรามองว่ามีมูลค่าไม่แพง

เรามองว่า WHA ไม่แพงเมื่อพิจารณาที่ NAV และ PE ที่การซื้อขายที่ 16 PE ปี 2022F ของ WHA นั้นอยู่ใกล้ -1STD ของช่วงการซื้อขายในปี 2015-19 นอกจากนี้เรายังคาดว่ากำไรปกติในปีนี้จะทำฐานใหม่ที่ 3.2 พันลบ. ซึ่งสูงกว่ากำไรปี 2016-19 ที่อยู่ที่ 2.7 พันลบ. - 2.9 พันลบ. ต่อบปี

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	10,417	9,914	12,732	13,966
Net profit	2,590	3,527	3,771	4,303
Norm profit	2,718	3,227	3,771	4,303
Consensus NP	—	3,410	3,852	4,324
Diff frm cons (%)	—	3.4	(2.1)	(0.5)
Prev. Norm profit	—	3,671	4,055	4,371
Chg frm prev (%)	—	(12.1)	(7.0)	(1.6)
Norm EPS (Bt)	0.2	0.2	0.3	0.3
Norm EPS grw (%)	9.5	18.7	16.9	14.1
Norm PE (x)	18.4	15.5	13.2	11.6
EV/EBITDA (x)	22.5	25.5	19.6	17.5
P/BV (x)	1.6	1.7	1.6	1.5
Div yield (%)	2.2	2.8	3.0	3.4
ROE (%)	9.2	10.8	12.4	13.0
Net D/E (%)	102.8	122.5	111.0	102.9

PRICE PERFORMANCE



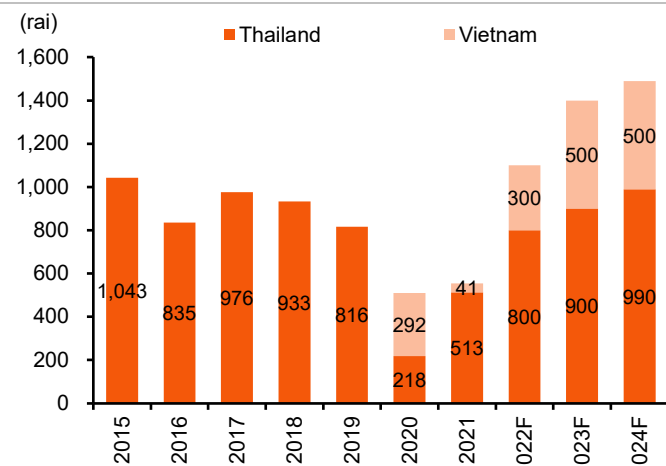
COMPANY INFORMATION

Price as of 25-Mar-22 (Bt)	3.34
Market Cap (US\$ m)	1,487.1
Listed Shares (m shares)	14,946.8
Free Float (%)	66.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	10.2
12M Price H/L (Bt)	3.70/3.02
Sector	Industrial Estate
Major Shareholder	WHA Holding Co Ltd 25.2%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

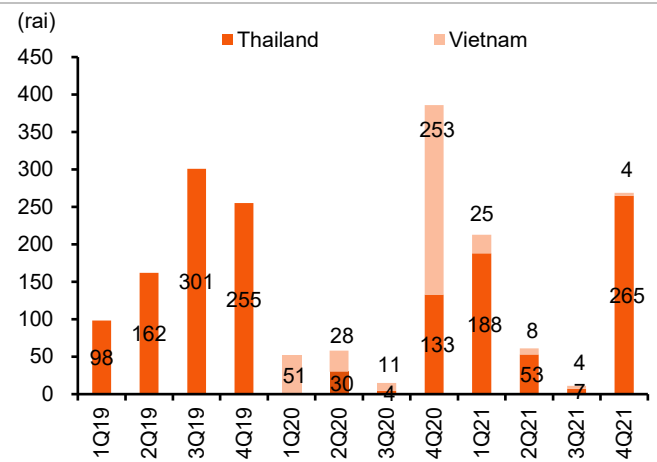
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Industrial Land Presales



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Industrial Land Quarterly Presales



Source: Company data

Ex 3: WHA Industrial Zone - Nghe An Is Near Key Transport Networks

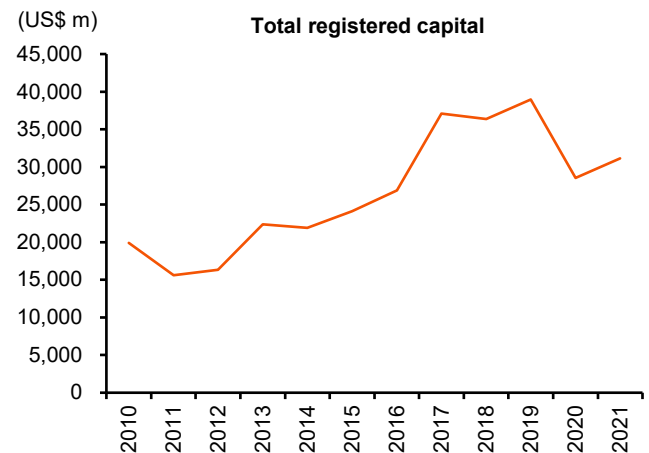


Source: Company data

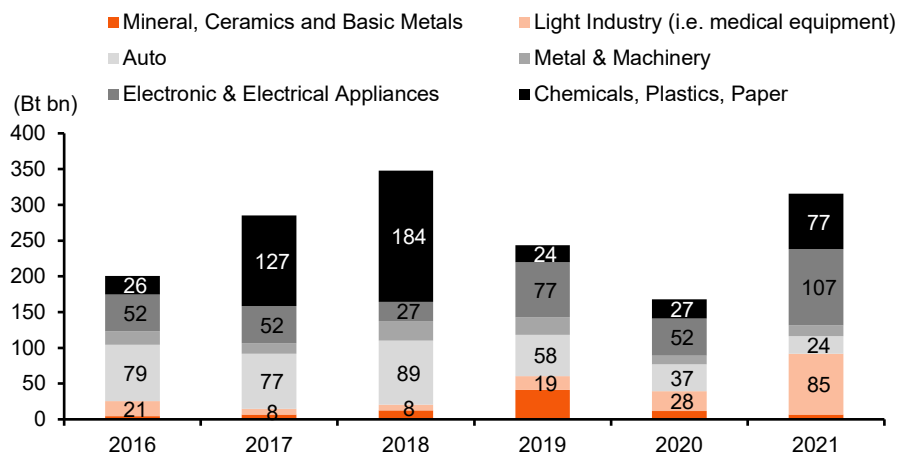
Ex 4: Tax Incentives

Corporate income tax (CIT)	- Special tax rate: 10% for 15 years - CIT exemption for the first 4 years - 50% tax reduction for the subsequent 9 years
Import tax	- Exemption for machinery and equipment to create fixed assets - Exemption of 5 years for materials & components of production that cannot be produced domestically
Investor support	- One Stop Service at Dong Nam Economic Zone Authority

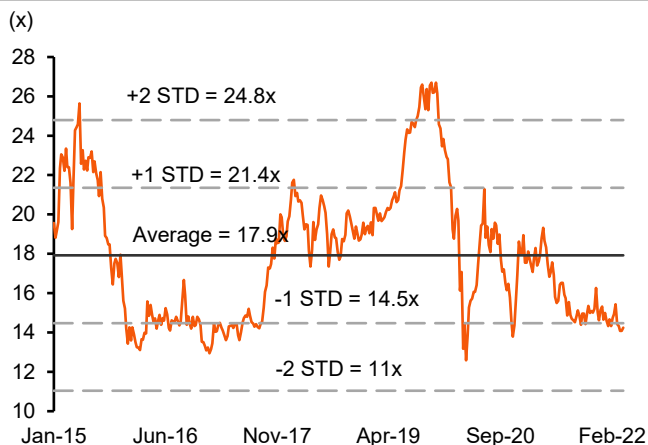
Source: Company data

Ex 5: Vietnam FDI Has Started To Rebound

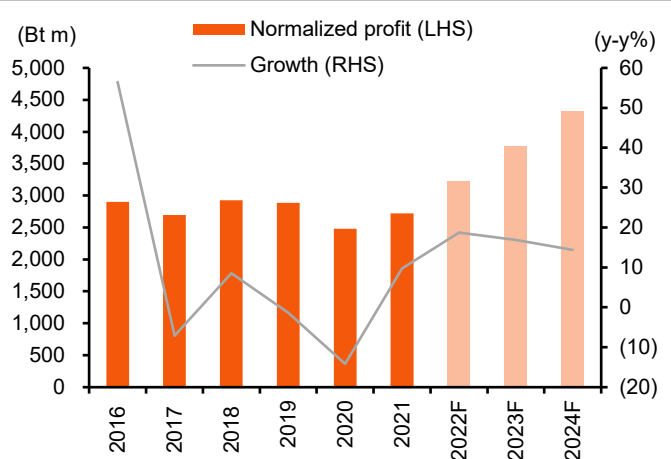
Source: General Statistics Office In Vietnam

Ex 6: Manufacturing BOI Applications Surpassing 2019's

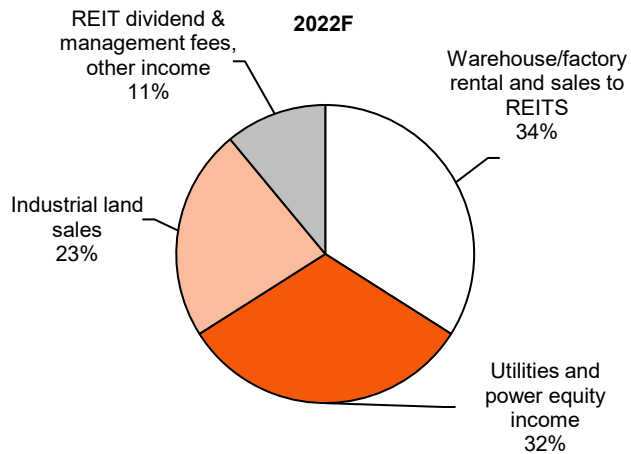
Sources: Board of Investment (BOI)

Ex 7: WHA Trades At The Bottom Of Its PE Range...

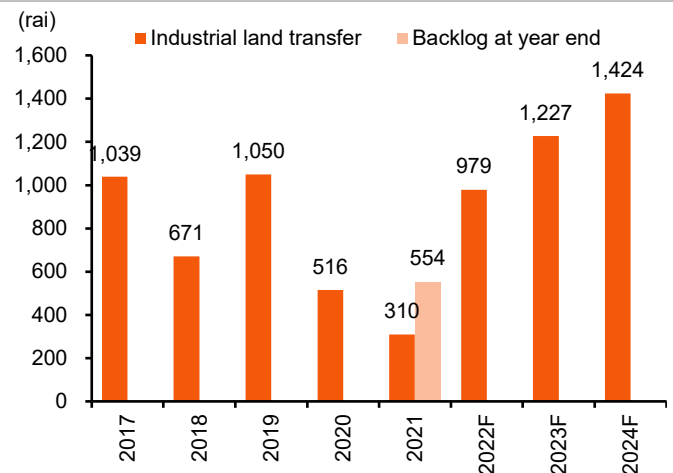
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 8: ...While Earnings Are Reaching A New, Higher Base

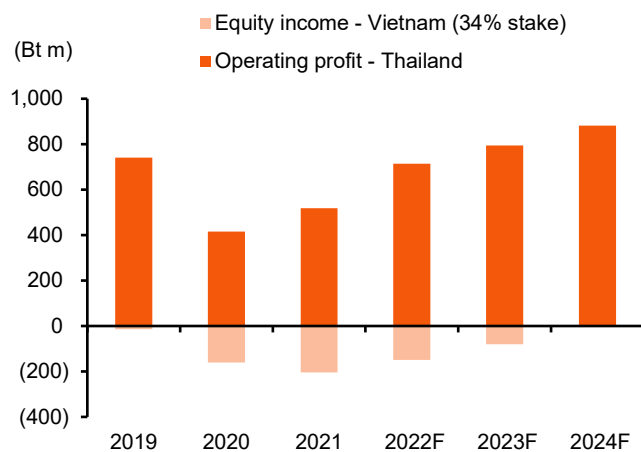
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Operating Profit And Equity Income Breakdown

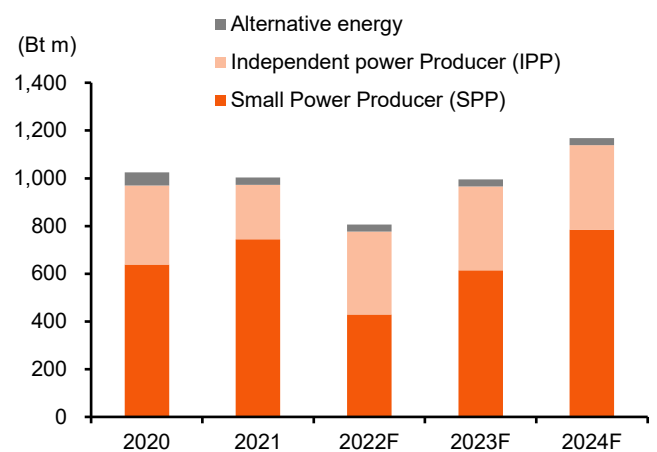
Source: Thanachart estimates

Ex 10: Majority Of Earnings Growth Is from Land Revenue

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: Improving Water Business

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: Equity Income From Power

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: Key Assumption Changes

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Presales of industrial land (rai)					
New					
Thailand	218	513	800	900	990
Vietnam	292	41	300	500	500
Old					
Thailand			800	900	990
Vietnam			400	500	500
Industrial land transfers (rai)					
New					
Thailand	296	203	803	836	924
Vietnam	220	107	176	391	500
Old					
Thailand			784	925	949
Vietnam			476	505	126
IE land revenue (Bt m)					
New	1,487	924	3,195	3,939	4,708
Old			3,936	4,666	5,001
Change (%)			(18.8)	(15.6)	(5.9)
Power equity income (Bt m)					
New	949	940	743	933	1,116
Old			1,084	1,111	1,129
Change (%)			(31.4)	(16.0)	(1.2)
Pre-leased (sq m)					
New	125,544	164,231	185,000	200,000	200,000
Old			250,000	250,000	215,000
Change (%)			(26.0)	(20.0)	(7.0)
Normalized profit (Bt m)					
New	2,524	2,590	3,227	3,771	4,303
Old			3,671	4,055	4,371
Change (%)			(12.1)	(7.0)	(1.6)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 14: We Reaffirm BUY With A DCF/NAV-derived SOTP-based 12-month TP Of Bt4.0

Landbank	— Sellable area (rai) —		Selling price/rai	Land cost/rai	Developed land (Bt m)	Undeveloped land (Bt m)	Enterprise value (Bt m)	Equity value/share (Bt/share)	Sum of the parts (%)
	Developed	Raw land							
<u>Industrial landbank</u>									
Thailand	2,024	5,667	4.0	1.1	5,667	7,904			
Vietnam	1,665	3,345	2.2	0.3	3,345	0			
Total industrial landbank value	3,689	9,012			5,667	7,904	16,915	0.8	20
Warehouse & factory rental & Asset sales to REITs (DCF)									
							35,137	1.5	38
Utilities and power* (DCF)									
							29,453	1.0	25
REITs investments** (DDM)									
							16,321	0.7	17
Total enterprise value							97,825		
Less: Net debt 2021							34,990		
Less : Minorities 2021							3,436		
Total equity value							59,400	4.0	100

Sources: Company data, Thanachart estimates

* Utilities and power businesses via WHAUP at a 70% stake

**Investments in WHART, WHABT, HREIT, HPF at 15-23% stakes

Valuation Comparison

Ex 15: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		—Div yield—	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
Sembcorp Industri	SCI SP	Singapore	58.7	12.7	10.9	9.7	1.2	1.1	9.3	8.7	2.3	2.7
Bekasi Fajar Industrial Estate	BEST IJ	Indonesia	61.0	na	na	na	0.2	0.2	12.1	8.4	0.2	1.9
Alam Sutera Realty	ASRI IJ	Indonesia	59.3	31.2	11.4	8.7	0.4	0.3	3.3	2.8	na	na
Bumi Serpong Damai	BSDE IJ	Indonesia	25.5	20.0	12.6	10.5	0.6	0.6	7.8	7.3	0.8	0.8
Ciputra Development	CTRA IJ	Indonesia	(6.3)	7.8	14.1	13.0	1.1	1.1	8.6	8.3	1.9	2.0
Lippo Karawaci	LPKR IJ	Indonesia	50.4	110.6	22.6	10.8	0.5	0.5	10.4	8.8	0.0	0.0
Pakuwon Jati	PWON IJ	Indonesia	34.6	16.2	14.6	12.6	1.4	1.3	9.7	8.6	0.8	1.0
Summarecon Agung	SMRA IJ	Indonesia	48.3	42.6	18.1	12.3	1.4	na	9.9	8.4	0.7	na
Surya Semesta	SSIA IJ	Indonesia	na	179.0	38.7	13.9	0.5	0.5	6.3	4.7	0.0	0.6
Amata Corporation *	AMATA TB	Thailand	80.2	40.8	17.9	12.7	1.4	1.3	13.5	10.5	2.2	3.1
Amata VN *	AMATAV TB	Thailand	80.7	82.9	24.1	13.2	1.7	1.6	14.9	9.9	1.7	3.0
Frasers Property*	FPT TB	Thailand	57.3	26.3	15.1	12.0	1.0	1.0	17.9	15.2	2.6	3.3
WHA Corp PCL *	WHA TB	Thailand	18.7	16.9	15.5	13.2	1.7	1.6	25.5	19.6	2.8	3.0
Average			47.4	48.9	18.0	11.9	1.0	0.9	11.5	9.3	1.3	1.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 25-Mar-22 closing prices

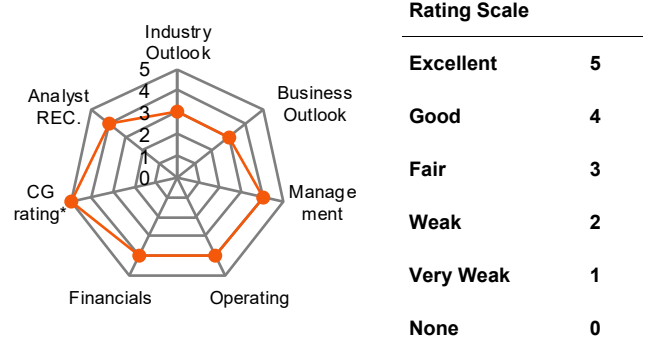
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (WHA) ดำเนินธุรกิจพัฒนา logistics facilities ให้เช่า บริษัทฯ พัฒนาโครงการตามความต้องการของลูกค้า (Built-to-Suit) และโครงการ Warehouse Farm โดยมีกลุ่มลูกค้าเป็นผู้ผลิต, ผู้ประกอบการค้าปลีก และ ผู้ให้บริการโลจิสติกส์ นอกจากนี้ WHA ยังเป็นผู้พัฒนานิคมอุตสาหกรรมในประเทศไทยและเวียดนาม ปัจจุบัน WHA ถือหุ้น 15-23% ของ REIT ใน WHART และ HREIT กองทรัสต์เหล่านี้จัดตั้งขึ้นเพื่อเป็นเครื่องมือในการระดมทุนสำหรับ WHA ผ่านการขายสินทรัพย์ให้กับกองทุน

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีประสบการณ์และความเชี่ยวชาญสูงในธุรกิจพัฒนาศูนย์ โลจิสติกส์ และสร้างคลังสินค้าประเภท Built-to-Suit
- กลุ่มลูกค้าที่มีคุณภาพสูง และ WHA มีชื่อเสียงในหมู่บริษัทข้ามชาติและบริษัทชั้นนำของไทย
- คลังสินค้าในปัจจุบัน และที่ดินเพื่อการพัฒนาโครงการในอนาคต ตั้งอยู่ในจุดยุทธศาสตร์ที่ดี และไม่มีประวัติน้ำท่วม

O — Opportunity

- แนวโน้มการขยายตัวของสังคมเมือง และกลุ่มค้าปลีก
- แนวโน้มการ outsourcing คลังสินค้าเติบโต
- การเติบโตของเครือข่ายโลจิสติกส์ ทำให้ประเทศไทยเป็นศูนย์กลางโลจิสติกส์ในอาเซียน

W — Weakness

- ธุรกิจโรงงานและคลังสินค้าให้เช่าต้องใช้เงินลงทุนสูง และมีระยะเวลาดำเนินทุนนาน
- การพึ่งพาลูกค้ารายใหญ่

T — Threat

- การแข่งขันสูงขึ้นจากการเข้ามาของบริษัทพัฒนานิคมอุตสาหกรรมรายใหญ่ เช่น FPT และ AMATA
- ภัยพิบัติทางธรรมชาติและปัญหาทางการเมือง เศรษฐกิจโลกที่อ่อนแอ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	4.08	4.00	-2%
Norm profit 22F (Bt m)	3,410	3,527	3%
Norm profit 23F (Bt m)	3,852	3,771	-2%
Consensus REC	BUY: 11	HOLD: 1	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากเศรษฐกิจโลกหรือในประเทศหยุดชะงัก อาจส่งผลเชิงลบต่อประมาณการยอดขายที่ดินนิคมของเรา
- หากบริษัทอื่นที่ดินนิคมฯ น้อยกว่าที่เราคาด จะส่งผลเชิงลบต่อประมาณการกำไรของเรา
- หากทรัพย์สินที่รอการขายให้ลูกค้าและ REITs มีมูลค่าต่ำกว่าที่คาด
- หากเศรษฐกิจโลกหรือในประเทศหยุดชะงัก ผู้เช่าอาจยกเลิกหรือไม่ต่ออายุสัญญาเช่า
- หากมาตรการกระตุ้นการลงทุนใหม่ไม่สามารถดึงดูดนักลงทุนได้ เราเห็นความเสี่ยงต่อสมมติฐานยอดขายที่ดินในระยะยาว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	6,914	10,417	9,914	12,732	13,966
Cost of sales	3,841	5,663	5,443	7,236	7,886
Gross profit	3,073	4,754	4,471	5,496	6,080
% gross margin	44.4%	45.6%	45.1%	43.2%	43.5%
Selling & administration expenses	1,304	1,604	1,555	1,623	1,691
Operating profit	1,769	3,150	2,916	3,872	4,389
% operating margin	25.6%	30.2%	29.4%	30.4%	31.4%
Depreciation & amortization	592	620	636	692	748
EBITDA	2,361	3,770	3,552	4,564	5,137
% EBITDA margin	34.2%	36.2%	35.8%	35.9%	36.8%
Non-operating income	1,284	915	1,017	1,085	1,163
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,112)	(1,146)	(1,115)	(1,167)	(1,339)
Pre-tax profit	1,940	2,919	2,818	3,790	4,213
Income tax	293	679	423	569	632
After-tax profit	1,647	2,241	2,396	3,222	3,581
% net margin	23.8%	21.5%	24.2%	25.3%	25.6%
Shares in affiliates' Earnings	1,171	760	1,136	876	1,129
Minority interests	(341)	(283)	(305)	(327)	(407)
Extraordinary items	47	(128)	300	0	0
NET PROFIT	2,524	2,590	3,527	3,771	4,303
Normalized profit	2,477	2,718	3,227	3,771	4,303
EPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3

We project 19/17/14%
normalized EPS growth in
2022-24F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	17,362	17,844	18,569	20,285	21,774
Cash & cash equivalent	3,794	3,573	3,500	3,500	3,500
Account receivables	461	435	489	523	574
Inventories	12,626	12,635	13,422	14,869	16,204
Others	481	1,200	1,158	1,394	1,497
Investments & loans	16,122	15,713	16,763	17,813	18,863
Net fixed assets	18,531	18,160	19,702	20,988	22,407
Other assets	30,606	31,053	31,675	31,675	32,308
Total assets	82,621	82,769	86,709	90,760	95,352
LIABILITIES:					
Current liabilities:	14,707	18,636	18,630	18,781	19,286
Account payables	2,577	2,583	2,759	3,073	3,349
Bank overdraft & ST loans	1,947	2,997	4,404	4,316	4,345
Current LT debt	9,865	12,579	11,098	10,876	10,949
Others current liabilities	318	477	369	517	643
Total LT debt	29,533	22,986	28,538	27,966	28,155
Others LT liabilities	6,214	7,118	6,452	8,286	9,089
Total liabilities	50,454	48,740	53,620	55,033	56,530
Minority interest	3,362	3,436	3,740	4,067	4,474
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,495	1,495	1,495	1,495	1,495
Share premium	15,266	15,266	15,266	15,266	15,266
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	2,971	3,518	0	0	0
Retained earnings	9,073	10,315	12,587	14,898	17,586
Shareholders' equity	28,805	30,594	29,348	31,660	34,348
Liabilities & equity	82,621	82,769	86,709	90,760	95,352

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	1,940	2,919	2,818	3,790	4,213
Tax paid	(325)	(631)	(429)	(530)	(594)
Depreciation & amortization	592	620	636	692	748
Chg In working capital	(162)	22	(664)	(1,167)	(1,110)
Chg In other CA & CL / minorities	(12)	(103)	761	421	736
Cash flow from operations	2,033	2,827	3,122	3,206	3,993
Capex	(3,429)	(243)	(2,173)	(1,972)	(2,162)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	244	(291)	0	0	0
LT loans & investments	10,203	410	(1,050)	(1,050)	(1,050)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(7,018)	352	(977)	2,157	542
Cash flow from investments	(0)	227	(4,200)	(865)	(2,669)
Debt financing	2,030	(2,475)	5,778	(882)	291
Capital increase	1,356	0	0	0	0
Dividends paid	(1,733)	(1,694)	(1,255)	(1,459)	(1,615)
Warrants & other surplus	(2,819)	893	(3,518)	0	0
Cash flow from financing	(1,166)	(3,277)	1,005	(2,341)	(1,323)
Free cash flow	(1,396)	2,585	949	1,234	1,831

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	20.1	18.4	15.5	13.2	11.6
Normalized PE - at target price (x)	24.1	22.0	18.5	15.9	13.9
PE (x)	19.7	19.3	14.2	13.2	11.6
PE - at target price (x)	23.6	23.1	17.0	15.9	13.9
EV/EBITDA (x)	37.0	22.5	25.5	19.6	17.5
EV/EBITDA - at target price (x)	41.2	25.1	28.2	21.8	19.4
P/BV (x)	1.7	1.6	1.7	1.6	1.5
P/BV - at target price (x)	2.1	2.0	2.0	1.9	1.7
P/CFO (x)	24.5	17.7	16.0	15.6	12.5
Price/sales (x)	7.2	4.8	5.0	3.9	3.6
Dividend yield (%)	1.9	2.2	2.8	3.0	3.4
FCF Yield (%)	(2.8)	5.2	1.9	2.5	3.7
(Bt)					
Normalized EPS	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
EPS	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
DPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
BV/share	1.9	2.0	2.0	2.1	2.3
CFO/share	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
FCF/share	(0.1)	0.2	0.1	0.1	0.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

The stock trades at a 17% discount to our SOTP-based NAV-derived TP

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(33.9)	50.7	(4.8)	28.4	9.7
Net profit (%)	(21.8)	2.6	36.2	6.9	14.1
EPS (%)	(23.3)	2.4	36.2	6.9	14.1
Normalized profit (%)	(14.1)	9.7	18.7	16.9	14.1
Normalized EPS (%)	(15.7)	9.5	18.7	16.9	14.1
Dividend payout ratio (%)	37.6	42.4	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	44.4	45.6	45.1	43.2	43.5
Operating margin (%)	25.6	30.2	29.4	30.4	31.4
EBITDA margin (%)	34.2	36.2	35.8	35.9	36.8
Net margin (%)	23.8	21.5	24.2	25.3	25.6
D/E (incl. minor) (x)	1.3	1.1	1.3	1.2	1.1
Net D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.0	1.2	1.1	1.0
Interest coverage - EBIT (x)	1.6	2.8	2.6	3.3	3.3
Interest coverage - EBITDA (x)	2.1	3.3	3.2	3.9	3.8
ROA - using norm profit (%)	3.0	3.3	3.8	4.2	4.6
ROE - using norm profit (%)	8.5	9.2	10.8	12.4	13.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	5.7	7.5	8.0	10.6	10.9
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
- operating margin (%)	44.1	39.0	39.7	38.9	39.8
- leverage (x)	2.8	2.8	2.8	2.9	2.8
- interest burden (%)	63.6	71.8	71.7	76.5	75.9
- tax burden (%)	84.9	76.8	85.0	85.0	85.0
WACC (%)	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
ROIC (%)	2.3	3.6	3.8	4.7	5.2
NOPAT (Bt m)	1,502	2,418	2,478	3,292	3,731
invested capital (Bt m)	66,356	65,584	69,888	71,317	74,297

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 104 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2203A , AMAT16C2206A , AOT16C2204A , AOT16C2206A , AWC16C2207A , BAM16C2204A , BAM16C2206A , BAM16C2207A , BANP16C2204A , BANP16C2205A , BANP16C2207A , BBL16C2203A , BBL16C2204A , BCH16C2203A , BCH16C2207A , BEC16C2204A , BEC16C2207A , BGRI16C2203A , BGRI16C2205A , BLA16C2208A , BLA16C2205A , CBG16C2204A , CBG16C2205A , CBG16C2207A , CHG16C2207A , COM716C2203A , COM716C2205A , CPAL16C2203A , CPAL16C2204A , CPF16C2205A , CRC16C2204A , DELT16C2203A , DOHO16C2207A , DTAC16C2203A , EA16C2203A , EA16C2205A , EA16C2206A , EA16C2207A , GLOB16C2203A , GPSC16C2203A , GPSC16C2205A , GPSC16C2206A , GPSC16C2207A , GULF16C2203A , GULF16C2205A , GULF16C2207A , GUNK16C2203A , GUNK16C2205A , GUNK16C2206A , GUNK16C2207A , HANA16C2204A , HANA16C2205A , HANA16C2207A , INTU16C2205A , IRPC16C2205A , IVL16C2203A , IVL16C2206A , JMAR16C2205A , JMAR16C2206A , JMT16C2203A , JMT16C2205A , JMT16C2207A , KBAN16C2208A , KBAN16C2204A , KCE16C2208A , KCE16C2204A , KCE16C2205A , KCE16C2205B , MEGA16C2207A , MINT16C2203A , MINT16C2204A , MINT16C2207A , MTC16C2204A , OR16C2203A , OR16C2205A , PTG16C2203A , PTT16C2203A , PTT16C2205A , PTTE16C2203A , PTTG16C2207A , RCL16C2205A , RS16C2205A , S5016C2203A , S5016C2203B , S5016C2206A , S5016P2203A , S5016P2203B , S5016P2206A , S5016P2206B , SAWA16C2204A , SAWA16C2205A , SCC16C2204A , STA16C2203A , STEC16C2204A , SYNE16C2206A , TOP16C2206A , TRUE16C2203A , TRUE16C2203B , TRUE16C2205A , TRUE16C2205B , TTA16C2207A , TU16C2204A , WHA16C2204A (underlying securities are ADVANC , AMATA , AOT , AWC , BAM , BANPU , BBL , BCH , BEC , BGRIM , BLA , CBG , CHG , COM7 , CPALL , CPF , CRC , DELTA , DOHOME , DTAC , EA , GLOBAL , GPSC , GULF , GUNKUL , HANA , INTUCH , IRPC , IVL , JMART , JMT , KBANK , KCE , MEGA , MINT , MTC , OR , PTG , PTT , PTTEP , PTTGC , RCL , RS , SAWAD , SCC , SET50 , STA , STEC , SYNEX , TOP , TTA , TU , WHA , TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรชมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ 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 บุณนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
สรชดา สรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

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

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

Thematic Research, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต
Tel: 662-779-9117
sunset.rak@thanachartsec.co.th

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

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

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@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