

BUY (Unchanged)
Change in Numbers

TP: Bt 4.30
Upside : 34.4%

(From: Bt 4.00)
6 JUNE 2022

Small Cap Research

WHA Corporation Pcl (WHA TB)

สองปัจจัยหนุนการฟื้นตัว

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” WHA จาก 2 ปัจจัยหนุนการฟื้นตัว หนึ่งคือการขายที่ดินในนิคมอุตสาหกรรมหลังเปิดประเทศ และอีกปัจจัยคือธุรกิจโรงไฟฟ้าที่ผ่านจุดต่ำสุด ด้วยมีแนวโน้มการฟื้นตัว เราจึงมองว่า WHA ไม่แพง ซื้อขายที่ -1STD PE



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

คงคำแนะนำ “ซื้อ”

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” WHA และมีราคาเป้าหมายปรับมาใช้ปีฐาน 2023F ที่ 4.3 บาท (จาก 4.0 บาท) เนื่องจากมีแนวโน้มการฟื้นตัวของ 2 ธุรกิจหลัก 1) การขายที่ดินในนิคมอุตสาหกรรม (IE) ซึ่งน่าจะฟื้นตัวจากอุปสงค์ที่ถูกกักไว้จากช่วงโควิด และความต้องการกระจายการลงทุนทั่วโลกจากความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ที่เพิ่มขึ้น 2) ธุรกิจสาธารณูปโภคที่กำลังเติบโตหลังโควิดจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ดีขึ้น และการผ่านจุดต่ำสุดของโรงไฟฟ้า SPP ที่ได้รับผลกระทบจากต้นทุนก๊าซที่สูง นอกจากนี้เรายังมองว่า WHA ไม่แพง ซื้อขายบน -1STD PE ที่ 15/12 เท่า ในปี 2022-23F เทียบกับการเติบโตของ EPS ที่ 14/24/11% ในปี 2022-24F

ธุรกิจนิคมอุตสาหกรรมฟื้นตัว

เราเห็น 3 ปัจจัยขับเคลื่อนธุรกิจ IE ของ WHA ซึ่งได้แก่ 1) ความต้องการที่ถูกกักไว้หลังโควิด-19 2) ความต้องการจากการกระจายฐานการผลิตออกนอกจีน และ 3) ปัจจุบัน WHA มีที่ดินในเวียดนามสำหรับขาย เราคาดว่าธุรกิจ IE จะมีสัดส่วนเพิ่มขึ้นจาก 4% ของ EBIT ปี 2021 เป็น 18% ในปี 2024F เราคาดว่าจะมี presales IE ที่ 1,100/1,400/1,490 ไร่ ในปี 2022-24F เทียบกับ 510/554 ไร่ ในปี 2020-21 WHA มี presold 920 ไร่ ต่อปี ในปี 2015-19 WHA กำลังได้รับความสนใจจากกลุ่มยานยนต์ โดยเฉพาะซัพพลายเชนจีน อิเล็กทรอนิกส์ สินค้าอุปโภคบริโภค เครื่องจักร และการแพทย์ จีนยังคงเป็นผู้มีความต้องการหลัก โดยเริ่มมีลูกค้าจากยุโรป และสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น WHA มียอด presold 236 ไร่ ในช่วง YTD แต่โดยปกติจะเข้ามาเยอะใน 2H

ธุรกิจสาธารณูปโภคแตะจุดต่ำสุด

ธุรกิจสาธารณูปโภคของ WHA คิดเป็น 26% ของ EBIT ในปี 2021 และเราคาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 30% ในปี 2024F เราเห็นปัจจัยหนุนการฟื้นตัว 2 ประการ คือ 1) กิจกรรมทางธุรกิจที่กลับมาปกติหลังโควิด และลูกค้าใหม่ ซึ่งนำไปสู่การใช้ไฟฟ้าใน IE ที่ดีขึ้นในประเทศไทย และการขาดทุนที่ลดลงของธุรกิจน้ำในเวียดนามจากอัตราการใช้กำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้น และ 2) ธุรกิจโรงไฟฟ้า SPPs ได้ผ่านจุดต่ำสุดจากผลกระทบของต้นทุนก๊าซที่สูง SPPs ได้รับผลกระทบตั้งแต่ 4Q21 และมากขึ้นใน 1Q22 จากต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้น อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าค่าไฟฟ้าจะเริ่มเพิ่มจาก 2Q22F ด้วยต้นทุนก๊าซที่ลดลง และค่าไฟฟ้าที่สูงขึ้นจากการปรับเพิ่มค่า Ft ขึ้น (Exhibit 9) เราคาดว่า EBIT และส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวมจากธุรกิจสาธารณูปโภคทรงตัวในปี 2022F และฟื้นตัวเติบโต 33/16% ในปี 2023-24F

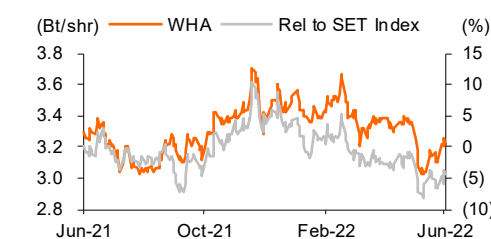
PE ลดลงมาอยู่ที่ -1STD

ด้วยมีแนวโน้มฟื้นตัว เรามองว่า WHA ไม่แพง ซื้อขายใกล้เคียงกับ -1STD PE ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย (Exhibit 10) คาดการณ์การเติบโตของ EPS ของเราอยู่ที่ 14/24/11% ในปี 2022-24F เทียบกับ PE ที่ 15/12 เท่า ในปี 2022-23F โครงสร้างราคาเป้าหมายของเราแสดงอยู่ใน Exhibit 12 เราคาดว่ากำไรปกติของ WHA จะแตะระดับสูงสุดใหม่ที่ 3.1/3.8 พันลบ. ในปี 2022-23F เทียบกับ 2.7 พันลบ.- 2.9 พันลบ. ต่อปี ในปี 2016-19

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	10,417	9,749	13,042	14,013
Net profit	2,590	3,468	3,855	4,290
Norm profit	2,718	3,105	3,855	4,290
Consensus NP	—	3,369	3,817	4,103
Diff frm cons (%)	—	2.9	1.0	4.5
Prev. Norm profit	—	3,227	3,771	4,303
Chg frm prev (%)	—	(3.8)	2.2	(0.3)
Norm EPS (Bt)	0.2	0.2	0.3	0.3
Norm EPS grw (%)	9.5	14.2	24.1	11.3
Norm PE (x)	17.6	15.4	12.4	11.2
EV/EBITDA (x)	22.0	24.0	17.8	16.0
P/BV (x)	1.6	1.5	1.4	1.3
Div yield (%)	2.3	2.9	3.2	3.6
ROE (%)	9.2	9.8	11.3	11.7
Net D/E (%)	102.8	92.7	84.5	76.1

PRICE PERFORMANCE

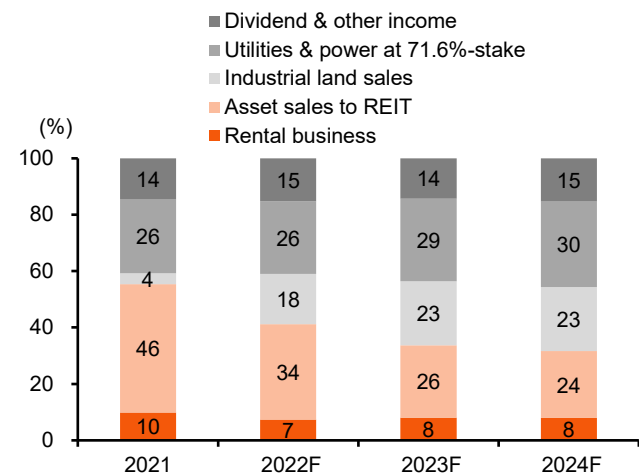


COMPANY INFORMATION

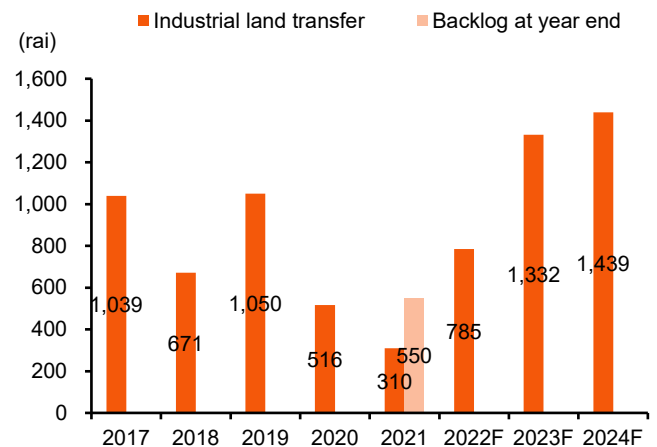
Price as of 6-Jun-22 (Bt)	3.20
Market Cap (US\$ m)	1,394.5
Listed Shares (m shares)	14,946.8
Free Float (%)	67.5
Avg Daily Turnover (US\$ m)	6.7
12M Price H/L (Bt)	3.70/3.02
Sector	Industrial Estate
Major Shareholder	WHA Holding Co Ltd 25.2%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

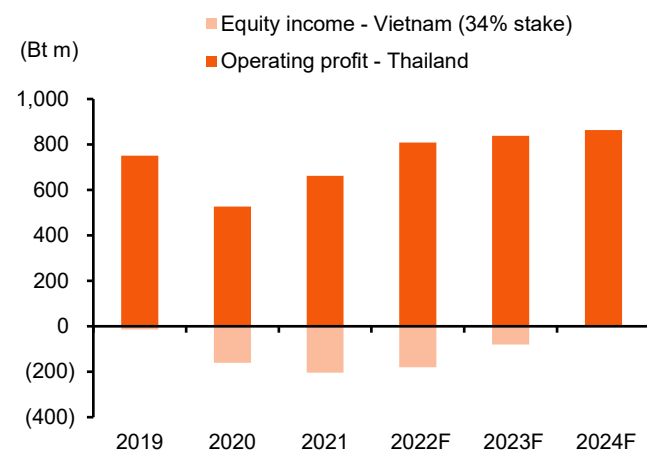
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Operating Profit And Equity Income Breakdown

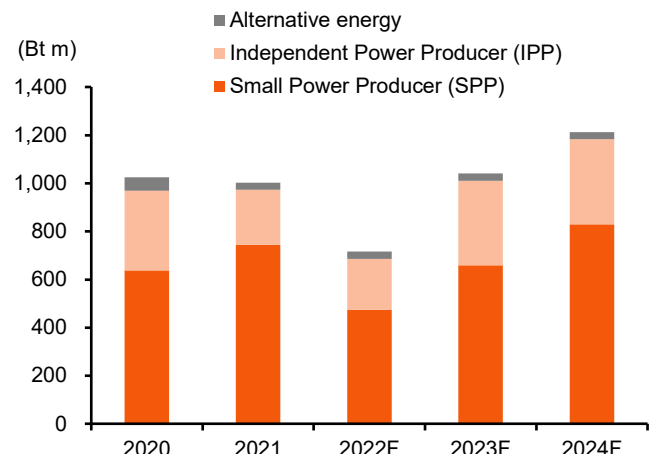
Source: Thanachart estimates

Ex 2: Majority Of Earnings Growth Is from Land Revenue

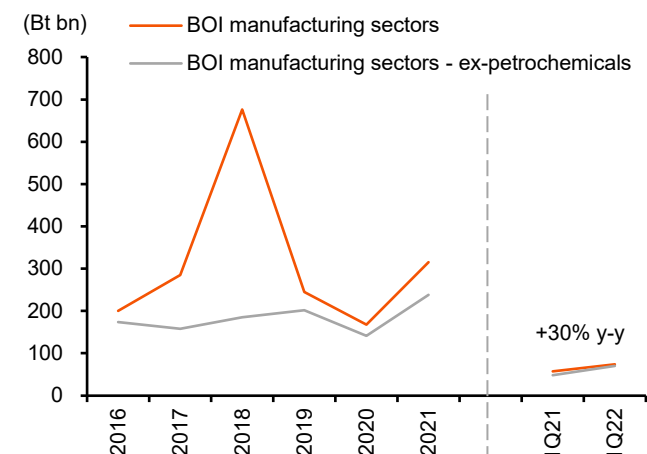
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Improving Water Business

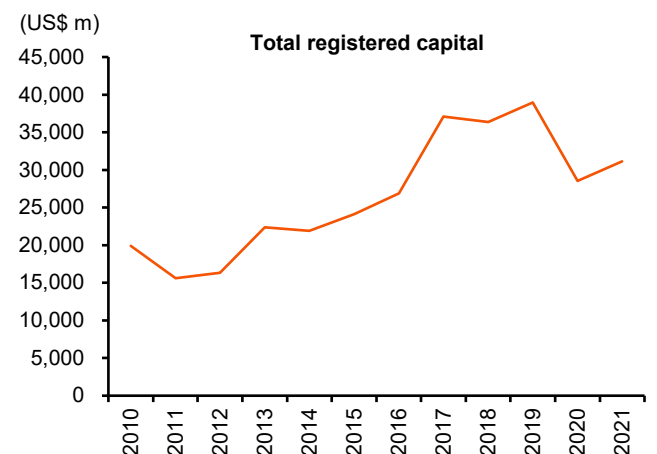
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Improving Equity Income From Power

Sources: Company data, Thanachart estimates

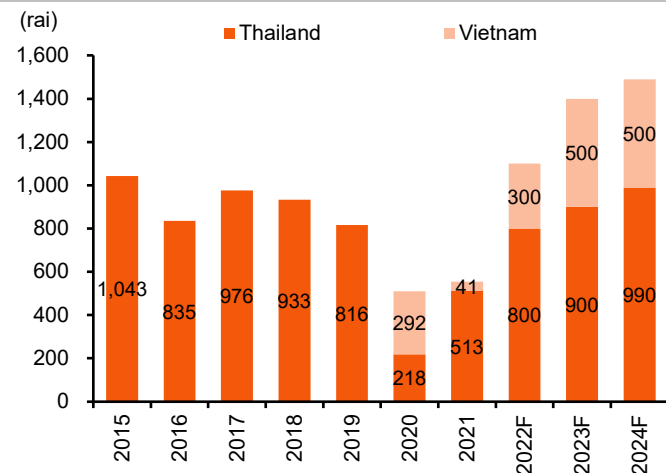
Ex 5: Manufacturing BOI Applications Surpassing 2019's

Source: Board of Investment

Ex 6: Vietnam FDI Has Started To Rebound

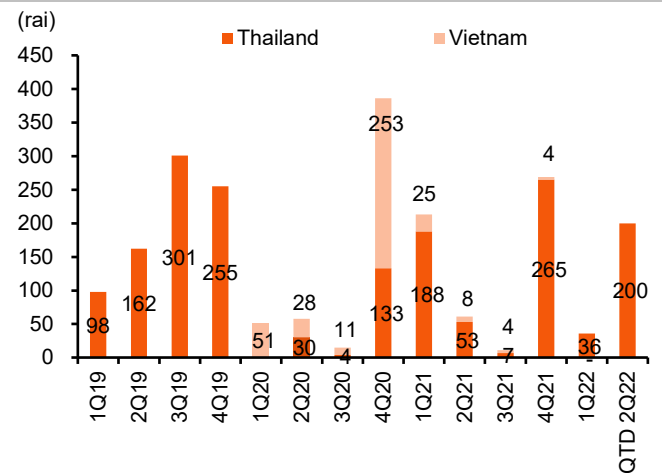
Source: General Statistics Office In Vietnam

Ex 7: Industrial Land Presales



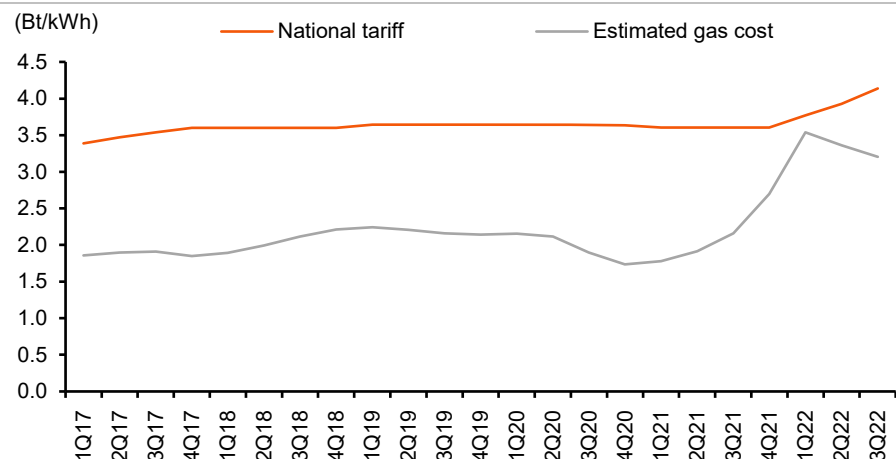
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Industrial Land Quarterly Presales



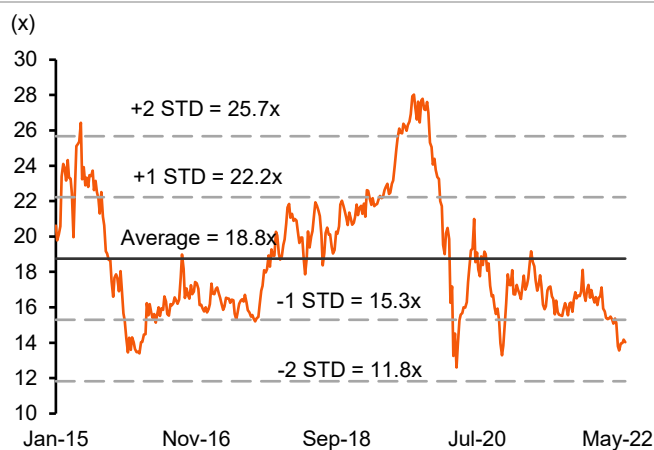
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Rising Electricity Price And Subsiding Gas Costs Ease SPPs' Margin



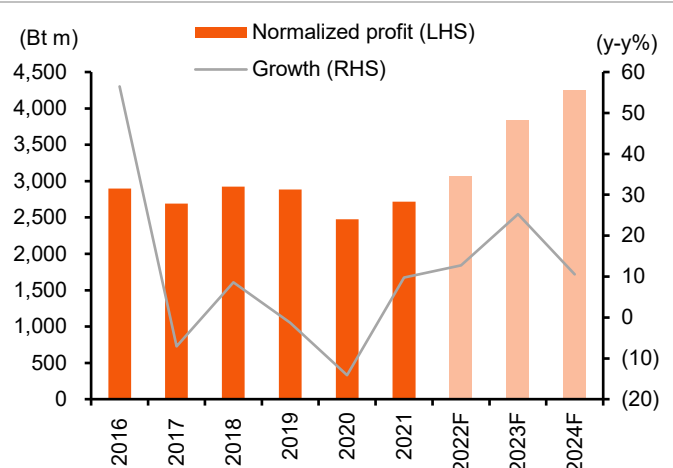
Sources: ERC, Thanachart estimates

Ex 10: WHA Trades At The Bottom Of Its PE Range...



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 11: ...While Earnings Could Reach A New, Higher Base



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: We Reaffirm BUY With A DCF/NAV-derived SOTP-based TP Of Bt4.3

	Equity value (Bt m)	Value/ share (Bt)	Sum of the parts (%)
Industrial land bank value	11,528	0.8	19
Warehouse & factory rentals, asset sales (DCF)	11,268	0.8	19
Asset sales to WHART, HREIT and customers (DCF)	13,956	0.9	21
WHAUP (Utilities and power) - 70% stake (DCF)	14,424	1.0	22
REITs* -15-23% stake (DDM)	11,766	0.8	19
Total equity value	62,942	4.3	100

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison**Ex 13: 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	65.1	12.5	11.0	9.8	1.2	1.1	9.5	8.8	2.2	2.7
Bekasi Fajar Industrial Estate	BEST IJ	Indonesia	na	506.1	65.7	10.8	0.3	0.3	11.6	8.2	na	0.5
Alam Sutera Realty	ASRI IJ	Indonesia	211.9	13.5	8.0	7.1	0.4	0.3	6.5	6.0	na	na
Bumi Serpong Damai	BSDE IJ	Indonesia	33.5	11.5	12.7	11.4	0.6	0.6	7.3	7.4	na	na
Ciputra Development	CTRA IJ	Indonesia	(10.5)	2.9	11.9	11.5	1.0	0.9	7.0	6.6	1.2	1.1
Lippo Karawaci	LPKR IJ	Indonesia	na	49.5	35.7	23.9	0.5	0.4	9.3	8.2	0.0	0.0
Pakuwon Jati	PWON IJ	Indonesia	18.5	15.1	15.1	13.0	1.4	1.3	9.0	8.1	0.8	0.9
Summarecon Agung	SMRA IJ	Indonesia	46.5	31.4	22.0	16.7	1.2	1.1	8.4	7.4	0.9	0.9
Surya Semesta	SSIA IJ	Indonesia	na	289.2	51.8	13.3	0.5	0.5	6.6	4.8	0.0	0.0
Amata Corporation *	AMATA TB	Thailand	70.7	40.8	17.5	12.4	1.2	1.2	13.8	11.0	2.3	3.2
Amata VN *	AMATAV TB	Thailand	39.9	69.8	31.8	18.7	1.5	1.5	18.4	13.8	5.8	2.1
Frasers Property*	FPT TB	Thailand	57.3	26.3	15.2	12.1	1.0	1.0	18.0	15.2	2.6	3.3
WHA Corp PCL *	WHA TB	Thailand	14.2	24.1	15.4	12.4	1.5	1.4	24.0	17.8	2.9	3.2
Average			54.7	84.1	24.1	13.3	0.9	0.9	11.5	9.5	1.9	1.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 6-Jun-22 closing prices

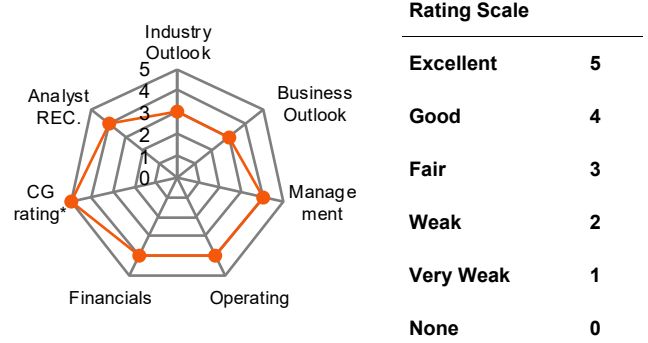
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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 ยังเป็นผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยและเวียดนาม ปัจจุบัน WHA ถือหุ้นใน 2 REIT คือ 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 และมีระยะเวลาดึงทุนนาน
- การพึ่งพาลูกค้ารายใหญ่

T — Threat

- การแข่งขันสูงขึ้นจากการเข้ามาของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์รายใหญ่ เช่น FPT และ AMATA
- ภัยพิบัติทางธรรมชาติและปัญหาทางการเมือง เศรษฐกิจโลกที่อ่อนแอ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	4.12	4.30	4%
Norm profit 22F (Bt m)	3,369	3,468	3%
Norm profit 23F (Bt m)	3,817	3,855	1%
Consensus REC	BUY: 11	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากเศรษฐกิจโลกหรือในประเทศอ่อนแอกว่าคาด 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	9,749	13,042	14,013
Cost of sales	3,841	5,663	5,374	7,402	7,910
Gross profit	3,073	4,754	4,375	5,640	6,103
% gross margin	44.4%	45.6%	44.9%	43.2%	43.6%
Selling & administration expenses	1,304	1,604	1,636	1,825	1,893
Operating profit	1,769	3,150	2,739	3,815	4,209
% operating margin	25.6%	30.2%	28.1%	29.2%	30.0%
Depreciation & amortization	592	620	670	729	790
EBITDA	2,361	3,770	3,409	4,544	4,999
% EBITDA margin	34.2%	36.2%	35.0%	34.8%	35.7%
Non-operating income	1,284	915	1,012	1,040	1,100
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,112)	(1,146)	(1,042)	(1,019)	(1,165)
Pre-tax profit	1,940	2,919	2,709	3,836	4,145
Income tax	293	679	406	575	622
After-tax profit	1,647	2,241	2,302	3,261	3,523
% net margin	23.8%	21.5%	23.6%	25.0%	25.1%
Shares in affiliates' Earnings	1,171	760	1,108	921	1,174
Minority interests	(341)	(283)	(305)	(327)	(407)
Extraordinary items	47	(128)	363	0	0
NET PROFIT	2,524	2,590	3,468	3,855	4,290
Normalized profit	2,477	2,718	3,105	3,855	4,290
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 14/24/11%
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	17,933	18,637	19,229
Cash & cash equivalent	3,794	3,573	3,500	3,500	3,500
Account receivables	461	435	481	536	576
Inventories	12,626	12,635	12,808	13,182	13,653
Others	481	1,200	1,144	1,419	1,500
Investments & loans	16,122	15,713	16,251	16,688	17,136
Net fixed assets	17,821	17,514	18,943	20,250	21,690
Other assets	31,316	31,698	32,052	32,403	32,753
Total assets	82,621	82,769	85,179	87,978	90,808
LIABILITIES:					
Current liabilities:	14,707	18,636	13,028	13,092	13,012
Account payables	2,577	2,583	2,650	2,738	2,817
Bank overdraft & ST loans	1,947	2,997	374	367	357
Current LT debt	9,865	12,579	9,254	9,085	8,837
Others current liabilities	318	477	750	902	1,001
Total LT debt	29,533	22,986	27,761	27,256	26,512
Others LT liabilities	6,214	7,117	7,830	8,354	8,939
Total liabilities	50,454	48,739	48,619	48,702	48,463
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	3,518	3,518	3,518
Retained earnings	9,073	10,315	12,540	14,930	17,591
Shareholders' equity	28,805	30,594	32,819	35,209	37,870
Liabilities & equity	82,621	82,769	85,179	87,978	90,808

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	2,709	3,836	4,145
Tax paid	(325)	(631)	(380)	(556)	(567)
Depreciation & amortization	592	620	670	729	790
Chg In working capital	(162)	22	(151)	(341)	(431)
Chg In other CA & CL / minorities	(12)	(103)	1,117	490	808
Cash flow from operations	2,033	2,827	3,964	4,159	4,744
Capex	(2,719)	(307)	(2,040)	(1,972)	(2,162)
Right of use	(710)	(307)	(100)	(100)	(100)
ST loans & investments	244	(291)	0	0	0
LT loans & investments	10,203	410	(538)	(437)	(448)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(7,018)	724	712	496	595
Cash flow from investments	(0)	228	(1,966)	(2,014)	(2,114)
Debt financing	2,030	(2,475)	(828)	(681)	(1,002)
Capital increase	1,356	0	0	0	0
Dividends paid	(1,733)	(1,694)	(1,243)	(1,465)	(1,629)
Warrants & other surplus	(2,819)	893	0	0	0
Cash flow from financing	(1,166)	(3,277)	(2,071)	(2,145)	(2,630)
Free cash flow	(686)	2,520	1,924	2,187	2,583

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	19.3	17.6	15.4	12.4	11.2
Normalized PE - at target price (x)	25.9	23.6	20.7	16.7	15.0
PE (x)	18.9	18.5	13.8	12.4	11.2
PE - at target price (x)	25.4	24.8	18.5	16.7	15.0
EV/EBITDA (x)	36.1	22.0	24.0	17.8	16.0
EV/EBITDA - at target price (x)	43.1	26.3	28.8	21.5	19.3
P/BV (x)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
P/BV - at target price (x)	2.2	2.1	2.0	1.8	1.7
P/CFO (x)	23.5	16.9	12.1	11.5	10.1
Price/sales (x)	6.9	4.6	4.9	3.7	3.4
Dividend yield (%)	2.0	2.3	2.9	3.2	3.6
FCF Yield (%)	(1.4)	5.3	4.0	4.6	5.4
(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	2.2	2.4	2.5
CFO/share	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
FCF/share	(0.0)	0.2	0.1	0.1	0.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

The stock trades at a 26% 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	(5.8)	33.5	7.0
Net profit (%)	(21.8)	2.6	32.3	12.0	10.6
EPS (%)	(23.3)	2.4	32.3	12.0	10.6
Normalized profit (%)	(14.1)	9.7	12.7	25.3	10.6
Normalized EPS (%)	(15.7)	9.5	12.7	25.3	10.6
Dividend payout ratio (%)	37.6	42.4	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	44.4	45.6	44.8	43.2	43.5
Operating margin (%)	25.6	30.2	28.2	29.7	30.5
EBITDA margin (%)	34.2	36.2	35.0	35.3	36.1
Net margin (%)	23.8	21.5	23.0	24.8	24.8
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	2.5	3.3	3.2
Interest coverage - EBITDA (x)	2.1	3.3	3.1	3.9	3.8
ROA - using norm profit (%)	3.0	3.3	3.6	4.3	4.5
ROE - using norm profit (%)	8.5	9.2	10.2	12.6	12.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	5.7	7.5	7.6	10.6	10.5
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
- operating margin (%)	44.1	39.0	38.5	38.1	38.8
- leverage (x)	2.8	2.8	2.8	2.9	2.8
- interest burden (%)	63.6	71.8	70.4	76.5	75.2
- 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	3.6	4.8	5.2
NOPAT (Bt m)	1,502	2,418	2,349	3,311	3,632
invested capital (Bt m)	66,356	65,584	68,746	70,318	73,208

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 60 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2209A, AMAT16C2206A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGRI16C2209A, BLA16C2205A, BLA16C2208A, CBG16C2207A, CHG16C2207A, COM716C2208A, COM716C2209A, DOHO16C2207A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2207A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, IVL16C2206A, JMAR16C2206A, JMT16C2207A, KBAN16C2206A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, S5016C2206A, S5016C2209A, S5016P2206A, S5016P2206B, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TTA16C2207A, TTA16C2208A, WHA16C2209A (underlying securities are AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, PTG, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, SET50, SAWAD, SCB, SPRC, STEC, SYNEX, TOP, TTA, WHA). 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 มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTJB) 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 ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรสมิล 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 มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท 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 ธรรมป่ารุ่ง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลิกรณ์ 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 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