

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 4.30

Upside : 43.3%

(Unchanged)

11 JULY 2022

Small Cap Research

WHA Corporation Pcl (WHA TB)

ยอดขายที่ดินพื้นตัว

ยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมของ WHA พื้นตัวแข็งแกร่งกว่าที่เราคาดไว้ก่อนหน้านี้ และเราคาดว่าส่วนแบ่งกำไรจากโรงไฟฟ้าจะถึงจุดต่ำสุดในปีนี้ เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัว 33/16% ในปี 2023-24F และคงคำแนะนำ "ซื้อ"



RATA LIMSUTHIWANPOOM

662 - 483 8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

คงคำแนะนำ "ซื้อ"

ธุรกิจของ WHA มีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่อง และเรายังคงแนะนำ "ซื้อ" เนื่องจาก 1) ยอด presales ที่ดินนิคมอุตสาหกรรม (IE) พื้นตัวเร็วกว่าที่เราคาดไว้ก่อนหน้านี้ ด้วยกำลังเข้าสู่ไฮซีซั่นใน 2H22F 2) เราคาดว่าโรงไฟฟ้าของบริษัท (ส่วนใหญ่เป็นผู้ผลิตไฟฟ้ารายย่อย [SPP]) มีกำไรที่แตะจุดต่ำสุดในปีนี้จากต้นทุนเชื้อเพลิงที่สูง 3) แม้จะปรับกำไร -8/-2/+2% ในปี 2022-24F แต่เรายังคงคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวที่ 5/33/16% ในปี 2022-24F และมองว่า WHA เป็นหุ้นมีแนวโน้มฟื้นตัว และ 4) เรามองว่า Valuation ของ WHA ไม่แพงหลังหุ้นปรับลง 17% YTD หุ้นกำลังซื้อขายต่ำกว่า -1STD ของ PE เฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปีก่อนโควิด ราคาเป้าหมาย SOTP-derived NAV-based ปี 2023 ไม่เปลี่ยนแปลงที่ 4.3 บาท/หุ้น

ธุรกิจนิคมอุตสาหกรรมพื้นตัว

เราคาดว่า WHA จะได้ presales ที่ดินล็อตใหญ่อย่างน้อย 600 ไร่ ในประเทศไทยใน 3Q22F (เทียบกับ 330 ไร่ ใน 2Q22F และ 36 ไร่ ใน 1Q22) เนื่องจากยังอยู่ในช่วงเริ่มต้นของไตรมาส จึงอาจมียอด presales เพิ่มขึ้นในช่วงหลังใน 3Q22F WHA ได้รับความสนใจจากกลุ่มยานยนต์ โดยเฉพาะเซฟฟาลายเซ็นจีน อีเล็กทรอนิกส์ สินค้าอุปโภคบริโภค เครื่องจักร และกลุ่มทางการแพทย์ Exhibit 2 แสดงสมมติฐานยอด presales ที่ดินนิคมอุตสาหกรรมไทยและเวียดนาม (IE) รวมกันอยู่ที่ 1,350/1,400/1,490 ไร่ (เทียบกับประมาณการเดิมที่ 1,100/1,400/1,490 ไร่) ในปี 2022-24F WHA มี presales 816/510/554 ไร่ ในปี 2019-21 (1 ไร่ เทียบเท่ากับ 1,600 ตร.ม. และต้องใช้เวลา 6 ถึง 12 เดือน สำหรับ Presales ในการโอนเป็นยอดขาย)

ธุรกิจไฟฟ้าแตะจุดต่ำสุด

WHA มีกำลังการผลิตส่วนที่เป็นเจ้าของ 231MW ภายใต้โครงการ SPP และบันทึกเป็นส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม (equity income) ประมาณ 25% ของยอดขายไฟฟ้าถูกขายให้กับผู้ใช้ภาคอุตสาหกรรม (IUs) ซึ่งเป็นส่วนที่ไม่สามารถส่งผ่านต้นทุนเชื้อเพลิงในราคาขายได้หมด และด้วยเหตุนี้จึงได้รับผลกระทบจากต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้น เราคาดว่าส่วนแบ่งกำไรจาก SPP จะแตะจุดต่ำสุดใน 2H22F และพลิกฟื้นใน 1Q23F เนื่องจากราคาก๊าซที่ลดลง และค่าไฟฟ้าที่สูงขึ้น เราคาดว่าส่วนแบ่งกำไรจากการขายไฟฟ้าจะลดลง 55% ในปี 2022F ตามด้วยการฟื้นตัว 109/17% ในปี 2023-24F ประมาณการ EBIT และส่วนแบ่งกำไรของเราในปี 2023F ซึ่งประกอบด้วย IE 25%, ไฟฟ้า และสาธารณูปโภค 27%, ค่าเช่าคลังสินค้า และการขายให้กับ REIT 34% และรายได้เงินปันผลและรายได้อื่น 16%

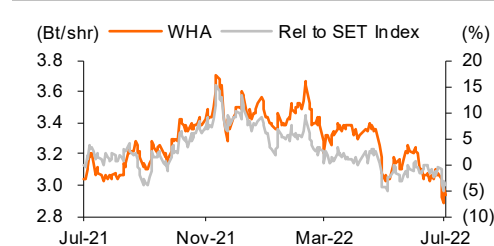
ไม่แพงที่ต่ำกว่า -1STD PE

เรามองว่า WHA ไม่แพง ซื้อขายที่ 70% ของประมาณการ NAV ของเราที่ 4.3 บาท ซึ่งเราได้กำหนดส่วนลด 24% ให้กับราคาที่ดินที่พัฒนาแล้ว ขณะที่ที่ดินเปล่าให้มูลค่าตามราคาหุ้น เรามองว่าหุ้นยังดูน่าสนใจที่ PE ที่ 12 เท่า ในปี 2023F หรือต่ำกว่า -1STD ของช่วงที่ผ่านมาในปี 2015-19

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	10,417	9,749	13,648	14,253
Net profit	2,590	3,209	3,776	4,370
Norm profit	2,718	2,846	3,776	4,370
Consensus NP	—	3,333	3,813	4,040
Diff frm cons (%)	—	(3.7)	(1.0)	8.2
Prev. Norm profit	—	3,105	3,855	4,290
Chg frm prev (%)	—	(8.3)	(2.0)	1.9
Norm EPS (Bt)	0.2	0.2	0.3	0.3
Norm EPS grw (%)	9.5	4.7	32.7	15.7
Norm PE (x)	16.5	15.8	11.9	10.3
EV/EBITDA (x)	21.2	23.1	17.3	15.0
P/BV (x)	1.5	1.4	1.3	1.2
Div yield (%)	2.5	2.9	3.4	3.9
ROE (%)	9.2	9.0	11.2	12.0
Net D/E (%)	102.8	93.5	84.8	75.9

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 11-Jul-22 (Bt)	3.00
Market Cap (US\$ m)	1,239.5
Listed Shares (m shares)	14,946.8
Free Float (%)	67.5
Avg Daily Turnover (US\$ m)	5.8
12M Price H/L (Bt)	3.70/2.88
Sector	Industrial Estate
Major Shareholder	WHA Holding Co Ltd 25.2%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

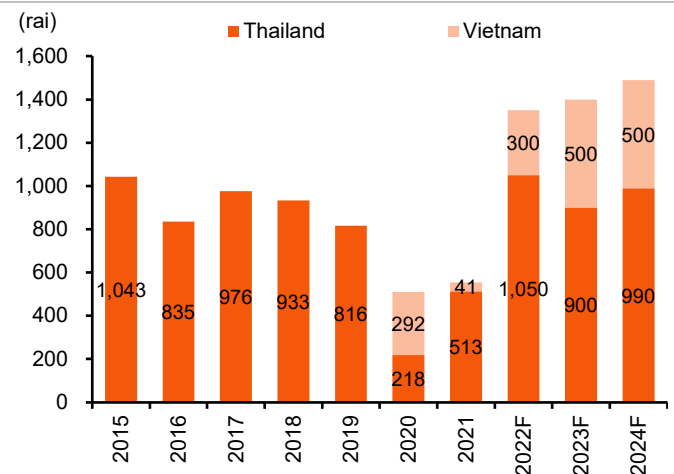
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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



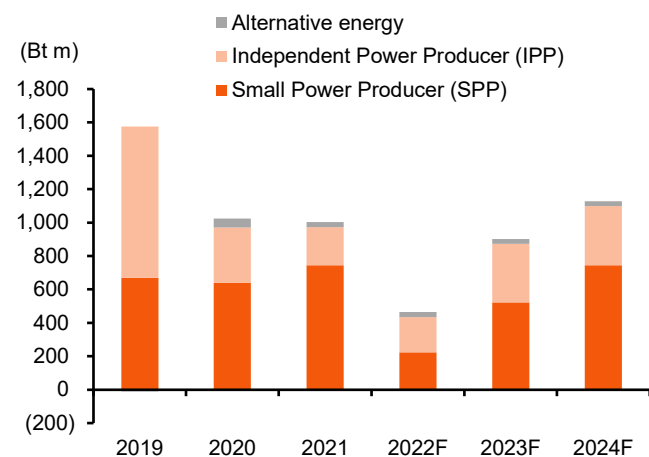
Ex 1: Land Sales Taking Off

Sources: Company data, Thanachart estimates

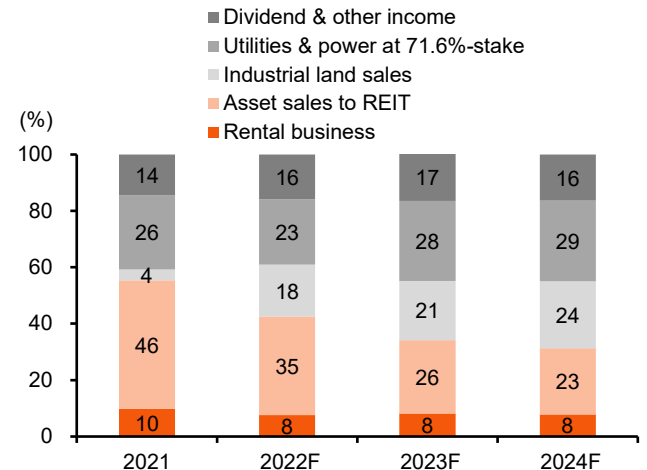
Ex 2: Industrial Land Presales Forecasts

Sources: Company data, Thanachart estimates

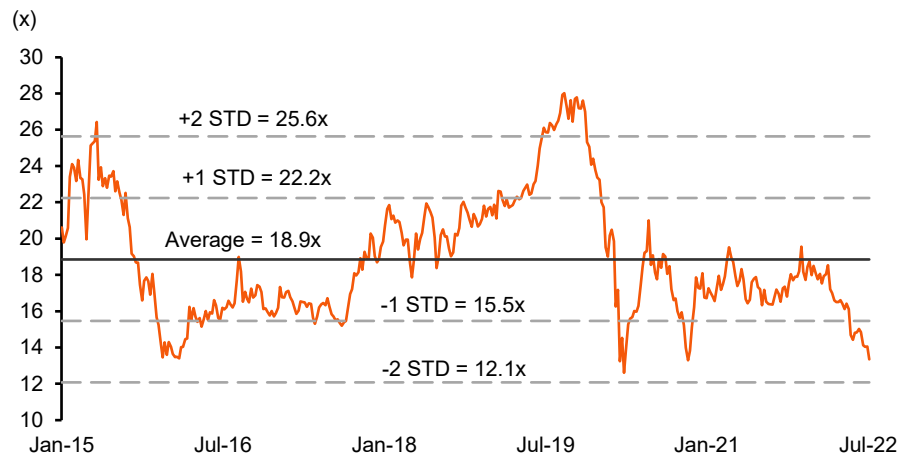
Note: 1 rai is equivalent to 1,600 sqm and it takes six to 12 months for presales to transfer to sales.

Ex 3: Bottoming Equity Income From Power This Year

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Operating Profit And Equity Income Breakdown

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Inexpensive below -1SD PE Vs. Strong Earnings Growth Of 33/16% Over 2022-23F

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 6: Key Earnings Revisions

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Equity income – power business (Bt m)					
New	949	940	419	877	1,028
Old			653	978	1,151
Change (%)			(35.9)	(10.3)	(10.6)
Industrial land presales (rai)					
New					
Thailand	218	513	1,050	900	990
Vietnam	292	41	300	500	500
Total	510	554	1,350	1,400	1,490
Old					
Thailand			800	900	990
Vietnam			300	500	500
Total			1,100	1,400	1,490
Industrial land transfers (rai)					
New	516	310	785	1,495	1,494
Old			785	1,332	1,439
Normalized profit (Bt m)					
New	2,477	2,718	2,846	3,776	4,370
Old			3,105	3,855	4,290
Change (%)			(8.3)	(2.0)	1.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: 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)	11,227	0.8	19
Asset sales to WHART, HREIT and customers (DCF)	13,9056	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	62,850	4.3	100

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison**Ex 8: 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	71.0	11.0	10.9	9.9	1.2	1.1	8.8	8.7	2.2	2.6
Bekasi Fajar Industrial Estate	BEST IJ	Indonesia	na	506.1	62.0	10.2	0.3	0.3	11.3	7.9	na	0.5
Alam Sutera Realty	ASRI IJ	Indonesia	244.1	5.9	6.4	6.0	0.3	0.3	6.9	6.4	na	na
Bumi Serpong Damai	BSDE IJ	Indonesia	40.1	12.6	11.8	10.5	0.5	0.5	6.9	6.5	0.7	1.0
Ciputra Development	CTRA IJ	Indonesia	(0.9)	7.5	9.4	8.7	0.9	0.8	6.4	5.7	1.3	1.6
Lippo Karawaci	LPKR IJ	Indonesia	95.9	na	na	49.2	0.4	0.4	10.0	8.5	0.0	0.0
Pakuwon Jati	PWON IJ	Indonesia	15.6	18.9	13.6	11.5	1.2	1.1	7.6	7.0	0.6	1.2
Summarecon Agung	SMRA IJ	Indonesia	57.4	29.1	17.1	13.2	1.0	0.9	7.5	6.7	0.7	0.9
Surya Semesta	SSIA IJ	Indonesia	na	(47.6)	36.5	69.6	0.5	0.5	5.7	5.0	na	na
Amata Corporation *	AMATA TB	Thailand	70.7	40.8	15.7	11.1	1.1	1.0	12.8	10.2	2.6	3.6
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	14.5	11.5	1.0	0.9	17.6	14.9	2.8	3.5
WHA Corp PCL *	WHA TB	Thailand	4.7	32.7	15.8	11.9	1.4	1.3	23.1	17.3	2.9	3.4
Average			63.3	59.4	20.5	18.6	0.9	0.8	11.0	9.1	2.0	1.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 11-Jul-22 closing prices

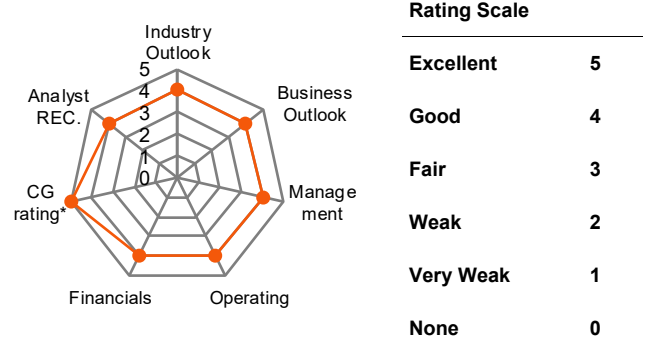
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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 ถือหุ้น 15-23% ใน REITs และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (WHART HREIT WHABT และ HPF) WHART และ HREIT จัดตั้งขึ้นเพื่อเป็นเครื่องมือในการระดมทุนสำหรับ 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

- ธุรกิจโรงงานและคลังสินค้าให้เช่าต้องใช้เงินทุนสูง และมีระยะเวลาดำเนินการนาน
- การพึ่งพาลูกค้ารายใหญ่

T — Threat

- การแข่งขันสูงขึ้นจากการเข้ามาของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์รายใหญ่ เช่น FPT และ AMATA
- ภัยพิบัติทางธรรมชาติและปัญหาทางการเมือง เศรษฐกิจโลกที่อ่อนแอ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	4.15	4.30	4%
Norm profit 22F (Bt m)	3,333	3,209	-4%
Norm profit 23F (Bt m)	3,813	3,776	-1%
Consensus REC	BUY: 11	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2022-23F และราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับตลาด

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	13,648	14,253
Cost of sales	3,841	5,663	5,374	8,044	8,028
Gross profit	3,073	4,754	4,375	5,604	6,225
% gross margin	44.4%	45.6%	44.9%	41.1%	43.7%
Selling & administration expenses	1,304	1,604	1,636	1,839	1,899
Operating profit	1,769	3,150	2,739	3,765	4,326
% operating margin	25.6%	30.2%	28.1%	27.6%	30.4%
Depreciation & amortization	592	620	670	729	790
EBITDA	2,361	3,770	3,409	4,494	5,116
% EBITDA margin	34.2%	36.2%	35.0%	32.9%	35.9%
Non-operating income	1,284	915	1,018	1,076	1,128
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,112)	(1,146)	(1,089)	(978)	(1,071)
Pre-tax profit	1,940	2,919	2,668	3,863	4,383
Income tax	293	679	400	580	658
After-tax profit	1,647	2,241	2,268	3,284	3,726
% net margin	23.8%	21.5%	23.3%	24.1%	26.1%
Shares in affiliates' Earnings	1,171	760	883	820	1,051
Minority interests	(341)	(283)	(305)	(327)	(407)
Extraordinary items	47	(128)	363	0	0
NET PROFIT	2,524	2,590	3,209	3,776	4,370
Normalized profit	2,477	2,718	2,846	3,776	4,370
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 5/33/16%
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	18,228	19,415	19,682
Cash & cash equivalent	3,794	3,573	3,500	3,500	3,500
Account receivables	461	435	481	561	586
Inventories	12,626	12,635	13,103	13,884	14,076
Others	481	1,200	1,144	1,470	1,521
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	85,474	88,756	91,261
LIABILITIES:					
Current liabilities:	14,707	18,636	13,017	13,317	13,076
Account payables	2,577	2,583	2,650	2,975	2,969
Bank overdraft & ST loans	1,947	2,997	375	366	355
Current LT debt	9,865	12,579	9,277	9,061	8,794
Others current liabilities	318	477	716	915	958
Total LT debt	29,533	22,986	27,830	27,183	26,382
Others LT liabilities	6,214	7,117	8,274	9,198	9,596
Total liabilities	50,454	48,739	49,121	49,697	49,054
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	12,333	14,713	17,454
Shareholders' equity	28,805	30,594	32,612	34,992	37,733
Liabilities & equity	82,621	82,769	85,474	88,756	91,261

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	2,668	3,863	4,383
Tax paid	(325)	(631)	(395)	(529)	(643)
Depreciation & amortization	592	620	670	729	790
Chg In working capital	(162)	22	(446)	(536)	(222)
Chg In other CA & CL / minorities	(12)	(217)	749	263	614
Cash flow from operations	2,033	2,714	3,247	3,790	4,921
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)	838	1,286	989	496
Cash flow from investments	(0)	342	(1,393)	(1,521)	(2,213)
Debt financing	2,030	(2,475)	(736)	(872)	(1,079)
Capital increase	1,356	0	0	0	0
Dividends paid	(1,733)	(1,694)	(1,191)	(1,397)	(1,629)
Warrants & other surplus	(2,819)	893	0	0	0
Cash flow from financing	(1,166)	(3,277)	(1,927)	(2,269)	(2,708)
Free cash flow	(686)	2,406	1,207	1,817	2,760

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	18.1	16.5	15.8	11.9	10.3
Normalized PE - at target price (x)	25.9	23.6	22.6	17.0	14.7
PE (x)	17.7	17.3	14.0	11.9	10.3
PE - at target price (x)	25.4	24.8	20.0	17.0	14.7
EV/EBITDA (x)	34.9	21.2	23.1	17.3	15.0
EV/EBITDA - at target price (x)	43.1	26.3	28.8	21.7	18.8
P/BV (x)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
P/BV - at target price (x)	2.2	2.1	2.0	1.8	1.7
P/CFO (x)	22.0	16.5	13.8	11.8	9.1
Price/sales (x)	6.5	4.3	4.6	3.3	3.1
Dividend yield (%)	2.1	2.5	2.9	3.4	3.9
FCF Yield (%)	(1.5)	5.4	2.7	4.1	6.2
(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	2.3	2.5
CFO/share	0.1	0.2	0.2	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 30% discount to our NAV/DCF-derived SOTP-based TP

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(33.9)	50.7	(6.4)	40.0	4.4
Net profit (%)	(21.8)	2.6	23.9	17.7	15.7
EPS (%)	(23.3)	2.4	23.9	17.7	15.7
Normalized profit (%)	(14.1)	9.7	4.7	32.7	15.7
Normalized EPS (%)	(15.7)	9.5	4.7	32.7	15.7
Dividend payout ratio (%)	37.6	42.4	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	44.4	45.6	44.9	41.1	43.7
Operating margin (%)	25.6	30.2	28.1	27.6	30.4
EBITDA margin (%)	34.2	36.2	35.0	32.9	35.9
Net margin (%)	23.8	21.5	23.3	24.1	26.1
D/E (incl. minor) (x)	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.0	0.9	0.8	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	1.6	2.8	2.5	3.9	4.0
Interest coverage - EBITDA (x)	2.1	3.3	3.1	4.6	4.8
ROA - using norm profit (%)	3.0	3.3	3.4	4.3	4.9
ROE - using norm profit (%)	8.5	9.2	9.0	11.2	12.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	5.7	7.5	7.2	9.7	10.2
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
- operating margin (%)	44.1	39.0	38.5	35.5	38.3
- leverage (x)	2.8	2.8	2.7	2.6	2.5
- interest burden (%)	63.6	71.8	71.0	79.8	80.4
- 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	3.5	4.8	5.4
NOPAT (Bt m)	1,502	2,418	2,328	3,200	3,678
invested capital (Bt m)	66,356	65,584	66,593	68,101	69,763

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ 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 66 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2211A, ADVANC16C2210A, AMAT16C2209A, AOT16C2209A, AWC16C2207A, BAM16C2207A, BANP16C2207A, BANPU16C2210A, BCH16C2211A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGR16C2209A, BLA16C2208A, BLA16C2209A, CBG16C2207A, CBG16C2210A, CENTEL16C2209A, CHG16C2207A, COM716C2211B, COM716C2208A, COM716C2209A, COM716C2211A, DOHO16C2207A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209A, ESSO16C2209B, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2207A, GULF16C2210A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, IVL16C2209A, JMART16C2210A, JMT16C2207A, JMT16C2210A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MINT16C2211A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, S5016C2209A, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SET5016P2209B, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, TOP16C2211A, TTA16C2207A, TTA16C2208A, TTA16C2211A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CENTEL, CHG, COM7, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, PTG, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, SAWAD, SCB, SET50, SPRC, STEC, TOP, TTA, TU, 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 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 ปทุมไรสมิล 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 มีการรวมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566” ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย พิมพ์ผกา นิการกุล, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	Strategy, ประกัน, กระดาษ จักร เรืองสินัญญา 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, เติบเรอ พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา สรทรง 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
พลังงาน, ปิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th	
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนบริหารกุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวลลิ์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@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	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 sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์ 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