

# JWD (JWD TB)

## BUY

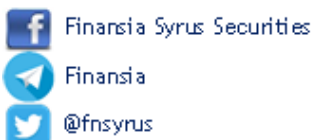
## บมจ. เจดับเบิลยูดี อินโฟโลจิสติกส์

Previous	BUY
<b>2021 Target Price (Bt)</b>	<b>12.00</b>
Price (06/01/2021)	8.55
up/downside (%)	+40.4
SET Index	1,492.36
Sector	Transportation & Logistics
Foreign limit/actual (%)	49.00/6.12
Free float (%)	41.21
Market cap (Bt m)	8,721.00
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	116.95
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	9.15, 8.10, 8.79
IOD 2020	5
THAI CAC	N/A

Consolidated earnings				
BT (mn)	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	3,562	3,742	4,128	4,493
Normalized profit	340	296	387	434
Net profit	363	296	387	434
EPS (Bt) - norm	0.34	0.29	0.38	0.43
EPS (Bt)- reported	0.36	0.29	0.38	0.43
% growth y-y	44.0	-19.3	30.6	12.1
Dividend/share (Bt)	0.25	0.20	0.27	0.30
BV/share (Bt)	3.09	3.09	3.13	3.17
EV/EBITDA (x)	15.4	16.6	13.7	12.8
PER (x) - norm	25.3	29.4	22.5	20.1
PER (x)	23.8	29.4	22.5	20.1
PBV (x)	2.8	2.8	2.7	2.7
Dividend yield (%)	2.9	2.4	3.1	3.5
Norm ROE (%)	11.5	9.4	12.1	13.4
YE No. of shares (million)	1,008	1,020	1,020	1,020
Par (Bt)	0.50	0.50	0.50	0.50

Source: Company data, Finansia estimates

**Analyst: Jitra Amorntum**  
 Register No.: 014530  
 Tel.: +662 646 9966  
 email: jitra.a@fnsyrus.com  
 www.fnsyrus.com



## จาก B2B ที่มีรากฐานแกร่ง สู่ B2C ที่กว้างขึ้น

เราปรับราคาเป้าหมายปี 2021 ขึ้นเป็น 12 บาทจากเดิม 10 บาท (DCF, WACC 8.0%, LTG 3.6%) จากการปรับประมาณการกำไรปี 2021-2022 ขึ้น 8.4% และ 11.2% เป็นเติบโตเฉลี่ย 21% CAGR สูงกว่าเดิมที่คาด 15% CAGR หลัก ๆ มาจากการปรับเพิ่มรายได้ของธุรกิจห้องเย็น อาหาร และยานยนต์ จากแนวโน้มที่สดใสมากขึ้น การระบาดของ COVID-19 ทำให้ Demand คลังห้องเย็นสูงขึ้น และเชื่อไม่กระทบธุรกิจรถยนต์เหมือนปีที่ผ่านมา ด้วยประสบการณ์ของบริษัท 40 ปี มีการพัฒนาตลอดเวลา JWD ได้หันมารุกตลาด B2C มากขึ้น เช่น การขนส่งอาหารและพัสดุทั่วประเทศ และมีศักยภาพในการขนส่งวัคซีนในอนาคต นอกจากนี้ สภาพคล่องการเงินที่สูงเปิดโอกาสสำหรับ M&A ซึ่งจะเป็น Upside ต่อประมาณการของเรา

### รุก B2C เกาะเทรนด์ E-Commerce และมีศักยภาพขนส่งวัคซีน

COVID-19 ทำให้สภาพตลาดและความต้องการของลูกค้าเปลี่ยนไป เร่งให้ตลาด E-Commerce ขยายเป็นวงกว้างมากขึ้น JWD ได้ปรับกลยุทธ์เพื่อรักษาการเติบโตให้ต่อเนื่องด้วยการรุกตลาด B2C มากขึ้น จากเดิมที่เน้น B2B นอกจากนี้ธุรกิจ Self-storage ที่กำลังเร่งขยายสาขา JWD Express ถูกก่อตั้งขึ้นมาเพื่อขนส่งอาหารพร้อมทาน อาหารแช่เย็น และรับส่งพัสดุทั่วประเทศ และ JWD ยังเตรียมเจาะตลาด Next normal เช่น ตลาดยาและเวชภัณฑ์ ซึ่งบริษัทมีศักยภาพทำได้เร็วกว่าคู่แข่งจากความพร้อมในด้านกองรถและประสบการณ์ที่รับงานขนส่งยาให้ลูกค้าอยู่แล้ว

### COVID-19 รอบใหม่ไม่กระทบธุรกิจรถและทำให้คลังห้องเย็นมีดีมานด์เพิ่ม

ในช่วง 2Q20 ธุรกิจที่ถูกกระทบอย่างหนักคือบริการรับฝากและบริหารรถยนต์ และบริการขนส่งรถ ซึ่งมีสัดส่วนรวมกันราว 20% ของรายได้รวม การระบาดของ COVID-19 ทั่วโลกขณะนี้เชื่อกันว่าทั่วโลกจะเห็นได้ชัดว่าแต่ละประเทศเสี่ยงการ Lockdown ทั้งประเทศ แต่คุมเข้มพื้นที่เสี่ยงแทน ขณะที่ผู้ประกอบการอุตสาหกรรมรถยนต์โลกต่างเร่งผลิตรถยนต์เพื่อชดเชยการปิดโรงงานในปีก่อนและเพื่อตอบสนองความต้องการที่เพิ่มขึ้นของยานยนต์ไฟฟ้า ขณะที่ Demand คลังห้องเย็นสูงขึ้นเพราะสินค้าเคลื่อนไหวช้า

### ปรับประมาณการกำไรปี 2021-2022 ขึ้นเป็นเติบโตเฉลี่ย 21.0% CAGR

เราคาดกำไร 4Q20 +13.3% Q-Q, -30.8% Y-Y เป็น 82.2 ล้านบาทและจบปี 2020 ด้วยกำไร 296.3 ล้านบาท -18.3% Y-Y เราปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2021-2022 ขึ้น 8.4% และ 11.2% เป็น 387.0 ล้านบาท +30.6% Y-Y และ 434.0 ล้านบาท +12.1% Y-Y สูงกว่าเดิมที่คาด +20.5% Y-Y ในปี 2021 และ +9.3% Y-Y ปี 2022 หลัก ๆ มาจากการปรับเพิ่มรายได้ในกลุ่มห้องเย็น (COVID-19 ทำให้ Demand สูงขึ้น) กลุ่มยานยนต์ (การเร่งผลิตรถของผู้ประกอบการทั่วโลก) และธุรกิจ Barge Terminal (ปัจจุบันขนส่งเฉพาะตู้สินค้าเข้า ในอนาคตมีโอกาสขนส่งตู้ขาออก) หรือคิดเป็นการเติบโตเฉลี่ยในช่วง 2 ปีข้างหน้า +21.0% CAGR จากเดิมคาด +14.7% CAGR

### ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 12.00 บาท แนะนำซื้อ

เราปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2021 เป็น 12 บาท จากเดิม 10 บาท ถึง DCF, WACC 8.0%, LT Growth 3.6% จากผลของการปรับประมาณการ คิดเป็น 2021 Implied PE 31.6 เท่า บนคาดการณ์ 2021 EPS ที่ 0.38 บาท และ Implied PBV 3.8 เท่า และ Implied EV/EBITDA 17.9 เท่า แม้ว่า Implied PE จะสูงกว่าค่าเฉลี่ยของ NYT และ PORT และสูงกว่า Global peers แต่ EV/EBITDA ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของ NYT และ PORT เนื่องจาก JWD มีการลงทุนสูงกว่า และ JWD มี ROE สูงกว่า Global peers ยังคงแนะนำซื้อ

### Company Overview

กลุ่มบริษัท JWD ให้บริการทางด้านโลจิสติกส์ภายในประเทศ (In-land Logistics) อย่างครบวงจรมากกว่า 40 ปี การบริการของกลุ่มบริษัทแบ่งออกได้เป็น 4 ประเภท ได้แก่ สินค้าทั่วไป สินค้าอันตราย รถยนต์ และสินค้าควบคุมอุณหภูมิ แชนแนลและแช่แข็ง รวมถึงให้บริการขนย้ายของใช้เครื่องเรือนในบ้านและสำนักงานทั้งในและต่างประเทศ และให้บริการจัดเก็บเอกสารและข้อมูล และให้ความสำคัญกับระบบ Information Technology เพื่อนำมาใช้ในบริการต่างๆ อย่างมีประสิทธิภาพ เพิ่มความเร็ว และลดความผิดพลาดในการดำเนินงาน

JWD ขยายบริการไปต่างประเทศได้แก่ ประเทศลาว เมียนมาร์ กัมพูชา อินโดนีเซีย ใต้หวัน และเวียดนาม และมีพันธมิตร (CJ Logistics ผู้นำด้าน E-Commerce Logistics รายใหญ่จากเกาหลีใต้) ที่มีเครือข่ายในมาเลเซียและสิงคโปร์

บริษัทมีความมุ่งมั่นที่จะเป็นผู้ให้บริการด้านโลจิสติกส์ชั้นนำในภูมิภาคเอเชียอย่างครบวงจร ผ่านระบบเทคโนโลยีสารสนเทศที่มีประสิทธิภาพ เพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้าอย่างสูงสุด

### Valuation Methodology

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 12.0 บาทอิง อิง DCF, WACC 8.0%, Long Term Growth 3.6%

ณ ราคาเป้าหมายดังกล่าว คิดเป็น 2021 Implied PE 31.6 เท่า บนคาดการณ์ 2021 EPS ที่ 0.38 บาท และ Implied PBV 3.8 เท่า และ Implied EV/EBITDA 17.9 เท่า แม้ว่า Implied PE จะสูงกว่าค่าเฉลี่ยของ NYT และ PORT และสูงกว่าค่าเฉลี่ยของ Global peers แต่ EV/EBITDA ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของ NYT และ PORT เนื่องจาก JWD มีการลงทุนสูงกว่ากลุ่ม และ EV/EBITDA สูงกว่า Global peers ไม่มากนักแต่ ROE ของ JWD สูงกว่า

### ESG

#### Environment

- JWD ใส่ใจต่อความปลอดภัยของผู้บริโภคและมิตรต่อสิ่งแวดล้อม บริษัทดำเนินงานตามกฎหมาย กฎระเบียบ และข้อบังคับต่างๆ ด้านสิ่งแวดล้อมและความปลอดภัยอย่างเคร่งครัดตามมาตรฐานสากล เช่น ISO และ OHSAS โดยการตรวจวัดคุณภาพสิ่งแวดล้อม และความปลอดภัยต่างๆ จะถูกจัดเก็บอย่างเป็นระบบและได้รับการตรวจติดตามผลอย่างสม่ำเสมอ
- JWD วางแผนเรื่องการประหยัดพลังงานไว้ตั้งแต่ช่วงแรกของการสร้างอาคาร รวมทั้งการเลือกใช้วัสดุอุปกรณ์ บริษัทกำหนดเป้าหมายลดการใช้ไฟฟ้าลง 2% ในปี 2019 สำหรับสำนักงานใหญ่และคลังสินค้าสุวินทวงศ์ นอกจากนี้ บริษัทติดตั้ง Solar roof บนหลังคาอาคารห้องเย็นเพราะค่าไฟฟ้าเป็นต้นทุนสำคัญของธุรกิจห้องเย็น และในปี 2019 JWD ยังลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ได้ 3,285,703.33 กิโลกรัม CO2e ซึ่งลดการปล่อยก๊าซได้มากกว่าปี 2018 ถึง 19%

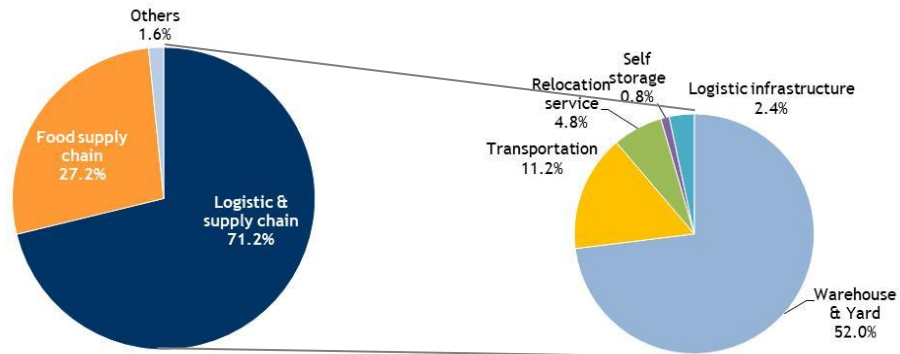
#### Social

- ธุรกิจคลังสินค้าอันตรายและศูนย์กระจายสินค้าอันตรายและเคมีภัณฑ์ ที่ท่าเรือแหลมฉบัง เป็นธุรกิจที่อาจกระทบต่อสังคมและชุมชนโดยรอบ JWD ได้มีการตั้งศูนย์ความปลอดภัยสินค้าอันตราย (Dangerous Goods Port Safety, DGPS) โดยมีการจัดเก็บข้อสารเคมี วิธีการจัดการสารเคมีเมื่อเกิดเหตุ มีการฝึกอบรมเชิงปฏิบัติการ และยังไม่เคยเกิดเหตุฉุกเฉินจากการให้บริการของบริษัท
- JWD ดูแลพนักงานและชุมชน เน้นการจ้างคนในพื้นที่ โดยพื้นที่คลังสินค้าหลักของบริษัทบริเวณแหลมฉบัง มีการจ้างคนในพื้นที่ 16% ของพนักงานทั้งหมด บริษัทมีโครงการจ้างคนพิการ มีกิจกรรมเลี้ยงอาหารและมอบของบริจาคแก่สถานสงเคราะห์เด็กอ่อนรังสิต มีการมอบทุนการศึกษาแก่โรงเรียนบ้านลำอิฐ จ.กาญจนบุรี

#### Government

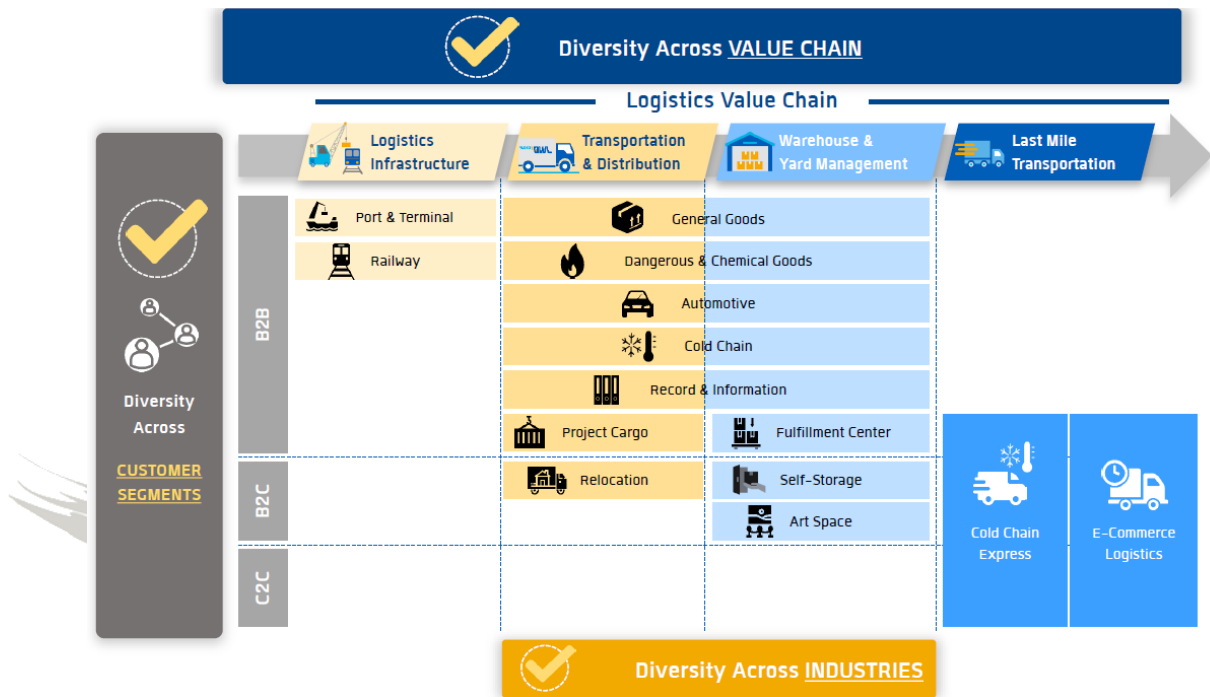
- บริษัทให้ความสำคัญกับการกำกับกิจการที่ดีและโปร่งใส ดูแลเรื่องการใช้ข้อมูลภายใน กำหนดโทษทางวินัยชัดเจน และมีช่องทางแจ้งเบาะแสการกระทำผิดและมาตรการคุ้มครองผู้แจ้งเบาะแส
- บริษัทเปิดโอกาสให้นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ นักทุนสถาบันทั้งในและต่างประเทศ และผู้ถือหุ้น เข้าพบผู้บริหาร JWD ผ่านกิจกรรมหลายรูปแบบอย่างต่อเนื่องและสม่ำเสมอ และมีการเข้าร่วม Opportunity Day เป็นประจำ
- JWD ให้ความสำคัญในสิทธิพื้นฐานของผู้ถือหุ้น กำหนดให้มีการประชุมสามัญผู้ถือหุ้นปีละครั้ง ในกรณีเร่งด่วนที่กระทบกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น จะเรียกประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นเป็นกรณีไป และเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นมีสิทธิอย่างเท่าเทียมกันในการแสดงความคิดเห็น ให้ข้อเสนอแนะ ก่อนการลงมติในวาระใดๆ

โครงสร้างรายได้ 9M20



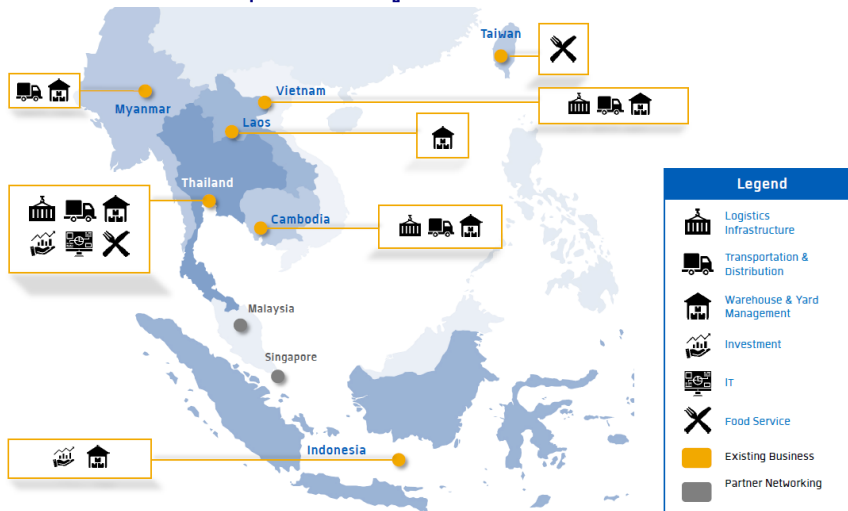
ที่มา: JWD

ความหลากหลายของบริการช่วยสร้างความแข็งแกร่งให้ JWD



ที่มา: JWD

กระจายความเสี่ยงของธุรกิจทางด้านภูมิศาสตร์และการมีพันธมิตรในต่างประเทศ



ที่มา: JWD

**รุก B2C เจาะตลาดยาและเวชภัณฑ์ ส่งอาหารด่วน เกาะเทรนด์ E-Commerce**

เมื่อ COVID-19 ทำให้สภาพตลาดและความต้องการของลูกค้าเปลี่ยนไป JWD จึงปรับกลยุทธ์สร้างธุรกิจ New S-Curve ใหม่เพื่อรักษาการเติบโตให้ต่อเนื่องในระยะต่อไป คือการรุกตลาด B2C มากขึ้น จากเดิมที่เน้นกลุ่ม B2B โดยการเริ่มบริการขนส่งสินค้าแช่เย็นแช่แข็ง (Cold Chain Express Delivery) ในปี 2020 ภายใต้ JWD Express เพื่อรองรับธุรกิจอาหารยุคใหม่ที่เน้นพร้อมปรุงพร้อมทาน และจัดส่งพัสดุด่วนได้ทั่วประเทศ อาศัยความร่วมมือจากพันธมิตร CJ Logistics ผู้นำด้านขนส่งและโลจิสติกส์แบบครบวงจรจากเกาหลีใต้ นอกจากนี้ ตลาดใหม่ที่อยู่ในกระแส Next normal เช่น ตลาดยาและเวชภัณฑ์ (Pharma & Healthcare) JWD มีศักยภาพทำได้เร็วกว่าคู่แข่ง จากความพร้อมที่มีมากกว่าทั้งในด้านกองรถและประสบการณ์ที่ได้รับงานขนส่งเวชภัณฑ์บางประเภทให้ลูกค้าอยู่แล้ว

ธุรกิจ Self-storage (ห้องเก็บของส่วนตัวให้เช่า) ภายใต้แบรนด์ Store It! เป็นอีกหนึ่งธุรกิจ B2C ที่รองรับความต้องการเทรนด์ของ E-commerce และเทรนด์ที่อยู่อาศัยในเมืองที่มีพื้นที่ที่เล็กลง ธุรกิจนี้เป็นการร่วมมือกับบริษัท สโตร์ อีท! แมเนจเม้นท์ ผู้นำธุรกิจด้าน Self-storage ประเทศสิงคโปร์ ปัจจุบัน Store It! มีสาขา 6 แห่ง (ศรีกรีฑา สยาม เทียมร่วมมิตร รามอินทรา พระราม 9 และภูเก็ต) พื้นที่ให้เช่ารวม 13,032 ตารางเมตร และ Art space 1 แห่งสำหรับเก็บสะสมงานศิลปะที่มีราคาสูง ต้องการพื้นที่เก็บเหมาะสม มีผู้เชี่ยวชาญดูแล ถือเป็น การแก้ปัญหา pain point ของนักสะสมที่ได้รับการตอบรับดี บริษัทตั้งเป้าขยายพื้นที่ให้เช่าเป็น 30,000 ตารางเมตรภายในปี 2024 เน้นทำเลแหล่งชุมชนที่มีผู้อยู่อาศัยหรือผู้ประกอบการจำนวนมาก ปัจจุบัน Store It! ยังสร้างรายได้ไม่มาก เพราะสาขายังมีจำนวนน้อย และยังไม่สร้างกำไรแต่มีแนวโน้มการเติบโตที่ดี ในงวด 9M20 มีรายได้ 20.5 ล้านบาท +111.3% Y-Y มีผลขาดทุนขั้นต้น (Gross margin) -30.7%

เรามองว่าธุรกิจ Self-storage ในอนาคตสามารถพัฒนาเป็นห้องเก็บของนิรภัย และมี synergy กับธุรกิจขนส่งด้วย บริการรับส่งของพร้อมจัดเก็บให้ รวมถึงสามารถขยายไปต่างประเทศได้

**New S-Curve plans**



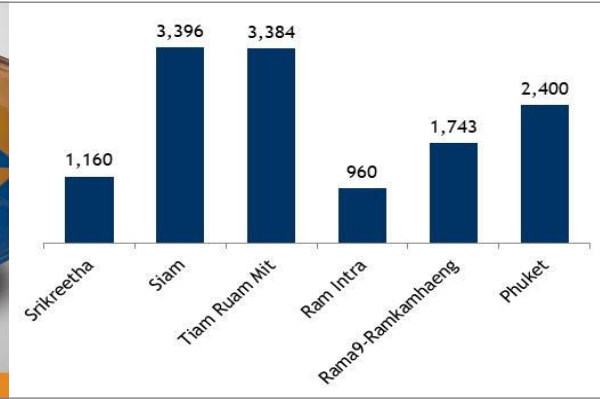
ที่มา: JWD Presentation 3Q20

**JWD Express**



ที่มา: JWD

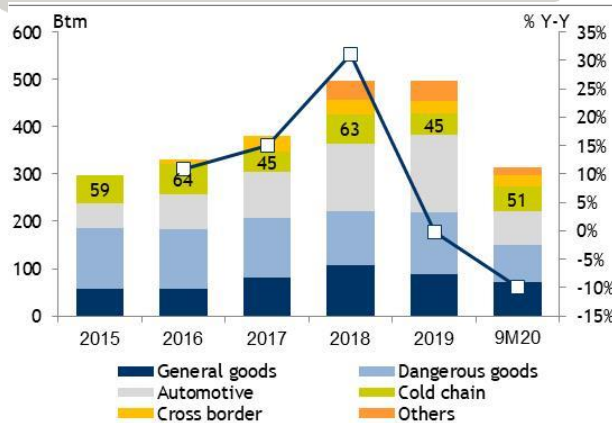
**พื้นที่ให้บริการแต่ละสาขาของ Self-storage (ตร.ม.)**



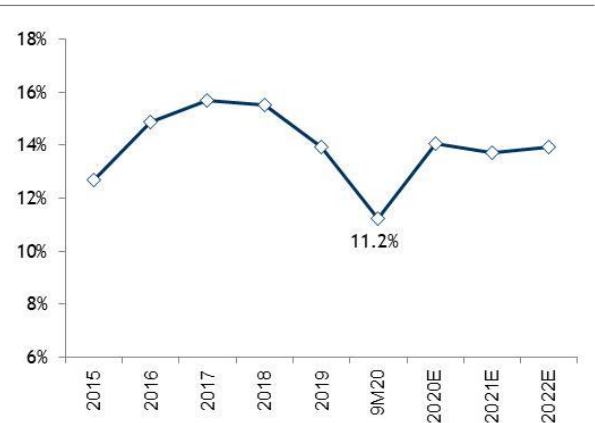
**เชื่อว่า COVID-19 รอบใหม่ไม่กระทบธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับยานยนต์ของ JWD**

JWD มีธุรกิจให้บริการขนส่งสินค้า สินค้าที่ให้บริการขนส่งได้แก่ สินค้าทั่วไป สินค้าอันตราย ชิ้นส่วนยานยนต์ สินค้าแช่เย็นแช่แข็ง ขนส่งและบริหารลานตู้สินค้ารถไฟ และขนส่งข้ามแดน (Cross border) เช่น ประเทศลาว กัมพูชา และเมียนมาร์ ในอนาคตจะขยายเส้นทางไปยังประเทศอื่นเช่น เวียดนาม จีน เป็นต้น ลูกค้าส่วนใหญ่เป็นลูกค้าที่ใช้บริการคลังสินค้าของบริษัทอยู่แล้วและต้องการเพิ่มความสะดวกและลดต้นทุนทางด้านโลจิสติกส์ของตัวเอง ธุรกิจนี้ถูกกระทบอย่างหนักใน 2Q20 ที่เกิดการ Lockdown ทั่วโลกจากผลของการแพร่ระบาดของ COVID-19 ค่ารถยนต์ทุกค่ายปรับลดกำลังการผลิตและปิดโรงงานชั่วคราวทำให้รายได้จากการขนส่งรถยนต์ทรุดลง ส่วนรายได้จากการขนส่งสินค้าอันตรายลดลงเช่นกันจากปริมาณตู้สินค้าอันตรายที่ผ่านเข้าท่าเรือแหลมฉบังลดลง (รายได้จากการขนส่งรถยนต์และสินค้าอันตรายมีสัดส่วนราว 60% ของรายได้จากธุรกิจขนส่งสินค้า) แม้ว่าสถานการณ์จะกลับมามีขึ้นอย่างรวดเร็วใน 3Q20 แต่รายได้จากธุรกิจขนส่งสินค้าทั้งหมดในงวด 9M20 มีสัดส่วนลดลงเหลือ 11.2% ของรายได้รวม จากปี 2017-2019 ที่มีสัดส่วน 13-16% ของรายได้รวม

**รายได้จากการขนส่งสินค้าของกลุ่มบริษัท**



**สัดส่วนของรายได้ขนส่งสินค้าต่อรายได้รวม**



ที่มา: JWD, Finansia Research

บริการรับฝากและบริหารรถยนต์ของกลุ่ม JWD ตั้งอยู่ในพื้นที่ท่าเรือแหลมฉบัง และถนนบางนา-ตราด กม. ที่ 19 ทั้งในส่วนพื้นที่ทั่วไปและพื้นที่ปลอดอากร (Free zone) รวมประมาณ 247 ไร่ เป็นการให้บริการรถยนต์ที่อยู่ระหว่างกระบวนการส่งออกและนำเข้าเพื่อส่งต่อไปยังตัวแทนจำหน่ายรถยนต์ในประเทศ บริษัทไม่เพียงให้บริการลานจอดรถ แต่เพิ่ม Value added service โดยใช้ระบบ IT เข้ามาช่วยเพิ่มประสิทธิภาพ เช่น ระบบบริหารจัดการพื้นที่จอดรถยนต์ซึ่งเป็นระบบที่ใช้ในการควบคุมการเคลื่อนย้ายรถยนต์ ขนส่งลำเลียงไปยังท่าเรือหรือไปยังตัวแทนจำหน่ายรถ ติดตามความเคลื่อนไหวของรถแบบ Real time มีบริการตรวจรับรถยนต์ ตรวจสอบสภาพก่อนส่งมอบ ทำพิธีการศุลกากร เป็นต้น ลูกค้าเป็นผู้ประกอบการอุตสาหกรรมยานยนต์และชิ้นส่วนทั้งในและต่างประเทศที่มีการนำเข้า-ส่งออก รวมถึงตัวแทนจำหน่ายรถยนต์ เช่น Nissan, Isuzu, Tata Motors และอีกหลายค่าย สัญญาส่วนใหญ่มีอายุ 3-5 ปี

เรามีโอกาสได้ไปเยี่ยมชมกิจการ Auto Yard ของบริษัทที่ทำเรือแหลมฉบังในช่วงต้นเดือน ธ.ค. 2020 พบว่าพื้นที่ลานจอดรถยนต์ (รายได้อยู่ในธุรกิจรับฝากและบริหารรถยนต์) มีรถจอดอยู่เป็นจำนวนมาก อัตราการใช้พื้นที่ (Occupancy rate) ไม่รวมการให้บริการในพื้นที่ของลูกค้า (On-site) ประมาณ 70% ขณะที่ในช่วงปี 2017-2019 ก่อนเกิดเหตุ COVID-19 Occupancy rate เคยอยู่ในระดับ 85-91% เราเชื่อว่าอัตราการใช้พื้นที่จะทยอยกลับไปสู่ระดับเดิมได้ภายในปลายปีนี้ตามการเร่งผลิตรถยนต์ทั่วโลกเพื่อชดเชยการปิดโรงงานในช่วงการ Lockdown ปีก่อนและเร่งผลิตเพื่อตอบสนองความต้องการที่เพิ่มขึ้นของยานยนต์ไฟฟ้า ผลกระทบจากการระบาดของ COVID-19 ทั่วโลกขณะนี้เชื่อว่ามีจำกัด เห็นได้ชัดว่าแต่ละประเทศเล็งการ Lockdown ทั้งประเทศ (ยกเว้นอังกฤษ) แต่ใช้มาตรการคุมเข้มพื้นที่เสี่ยงแทน เราเชื่อว่าจุดที่แย่ที่สุดของธุรกิจนี้ผ่านไปแล้วใน 2Q20 เราคาดว่ารายได้จากธุรกิจขนส่งสินค้าในปี 2020 จะเพิ่มขึ้นเพียง 5.0% Y-Y และเร่งตัวขึ้นในปี 2021-2022 เติบโตปีละ 10.0% Y-Y

**พื้นที่ให้บริการรับฝากรถยนต์ เขตท่าเรือแหลมฉบัง**



ที่มา: JWD

**แนวโน้มธุรกิจห้องเย็นสดใส COVID-19 ทำให้ Demand เพิ่ม**

ธุรกิจคลังห้องเย็นเป็นธุรกิจที่มีสัดส่วนรายได้ 18-19% ของรายได้รวมในช่วงปี 2015-2019 มีการเติบโตอย่างต่อเนื่องเฉลี่ย +10% CAGR ตามลูกค้านอกกลุ่มอาหารสด ผักสด ผลไม้ น้ำผลไม้ อาหารสำเร็จรูป น้ํายาและสารเคมีที่ต้องอยู่ในอุณหภูมิเย็น และยา ยกเว้นปี 2016 ที่รายได้จากธุรกิจนี้ถูกกระทบจาก IUU Fishing สินค้าประมงชบเซาจากปัญหาการทำประมงผิดกฎหมาย ทำให้ผู้ผลิตอาหารทะเลส่งออกมีปริมาณสินค้าคงคลังต่ำ แต่สถานการณ์ทยอยดีขึ้นตั้งแต่ปลายปี 2016

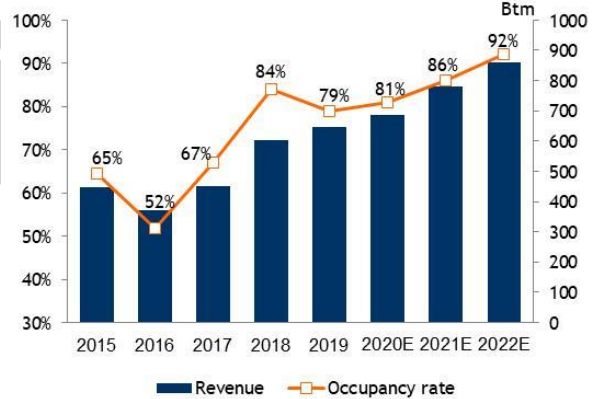
งวด 9M20 รายได้จากธุรกิจคลังห้องเย็น +26.9% Y-Y เป็น 582.1 ล้านบาท มีสัดส่วน 20.8% ของรายได้รวม นอกจากจะไม่ถูกกระทบจาก COVID-19 แล้วกลับได้อานิสงส์เพราะสินค้าที่เคลื่อนไหวช้าในช่วงการ Lockdown ทำให้ลูกค้าจำเป็นต้องเช่าพื้นที่คลังห้องเย็นมากขึ้น ทำให้ Occupancy rate เฉลี่ยปรับขึ้นมาอยู่ที่ 79.0% จาก 76.5% ใน 9M19

ปัจจุบันกลุ่ม JWD มีคลังห้องเย็นรวม 15 หลัง (ไทย 13 หลัง กัมพูชา 1 หลัง อินโดนีเซีย 1 หลัง) พื้นที่รวมเกือบ 8 หมื่นตารางเมตร คลังห้องเย็นในประเทศตั้งอยู่ในแหล่งสินค้าประมงและโรงงานผลิตอาหารที่มหาชัย จ.สมุทรสาคร ถนนสุวินทวงศ์ จ.ฉะเชิงเทรา และถนนบางนา-ตราด จ.สมุทรปราการ ให้บริการอุณหภูมิได้ตั้งแต่ -40 ถึง 25 องศาเซลเซียส คลังห้องเย็นล่าสุด (แบบอัตโนมัติ) คืออาคาร 9 ที่มหาชัย เพิ่งก่อสร้างแล้วเสร็จปลายปี 2020 คาดว่าจะเปิดให้บริการได้ประมาณเดือน ก.พ. 2021 มีลูกค้าทันทีจากการย้ายลูกค้าจากอาคาร 1 และ 2 ซึ่งเป็นอาคารที่เก่าแก่กว่า มีประสิทธิภาพน้อยกว่า ส่วนคลังเดิมสามารถนำไปให้บริการเก็บและบริหารเอกสารซึ่งต้องใช้พื้นที่จำนวนมาก

**รายได้จากการธุรกิจคลังห้องเย็นและการเติบโต**

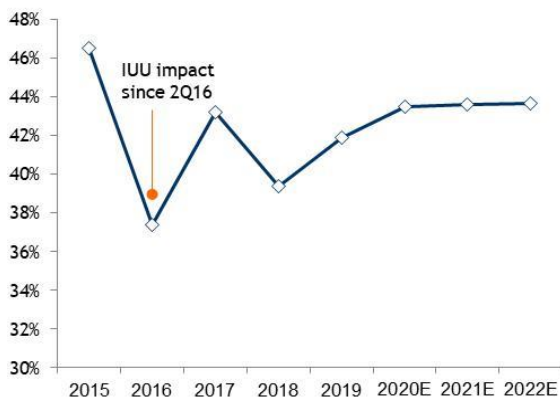


**รายได้คลังห้องเย็นและอัตราการใช้กำลังกำลังผลิต**



ที่มา: JWD, Finansia Research

**อัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจคลังห้องเย็น**



**MMP Cold Storage Warehouse**



ที่มา: JWD Presentation, Finansia Research

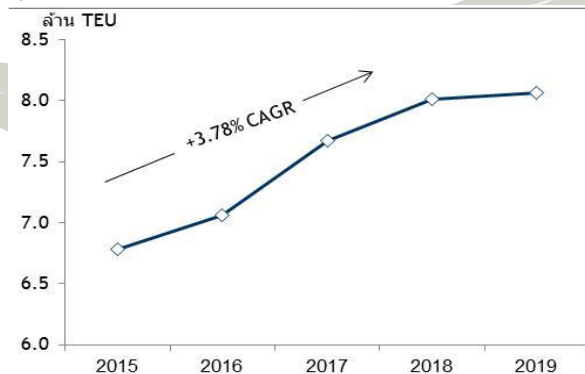
เทรนด์หนึ่งในอนาคตของธุรกิจห้องเย็นคือการที่ลูกค้าต้องการร่วมทุนกับ JWD ในการทำคลังห้องเย็น แม้ผลประกอบการจะถูกปันส่วนไปตามสัดส่วนที่ถือหุ้น แต่เราเชื่อว่าปริมาณธุรกิจที่เพิ่มขึ้นและการได้รับผลตอบแทนเร็วชัดเจนกว่าที่บริษัทไม่ได้ถือหุ้นเต็ม 100% ได้ ล่าสุดบริษัทย่อยของ JWD ได้ร่วมทุนกับ MMP ซึ่งเป็นลูกค้าผู้ผลิตปลาทูน่านำกระป๋องรายใหญ่รายหนึ่งในประเทศ กลุ่ม JWD ถือหุ้น 55% กลุ่ม MMP ถือ 45% เริ่มก่อสร้างห้องเย็นแบบอัตโนมัติตั้งแต่ปลายปี 2020 คาดแล้วเสร็จประมาณเดือน ต.ค. 2021 คาดว่า Occupancy rate ในปีแรกที่เปิดดำเนินการจะเป็น 70% จากการรองรับสินค้าส่วนใหญ่ของ MMP พันจุด Breakeven มีกำไรทันทีในปีแรก ได้รับผลตอบแทนเร็วกว่าการสร้างคลังแบบปกติ

แนวโน้มธุรกิจคลังห้องเย็นสดใสและไม่ถูกกระทบจาก COVID-19 เราคาดการณ์ได้ในช่วง 2 ปีข้างหน้า (ปี 2021-2022) โตเฉลี่ย 11.9% CAGR มีสัดส่วนประมาณ 19% ของรายได้รวม และหนึ่งในธุรกิจที่มีอัตรากำไรขั้นต้นสูง 39-43% ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะอยู่ในระดับ 43-44% ในช่วง 2 ปีข้างหน้า

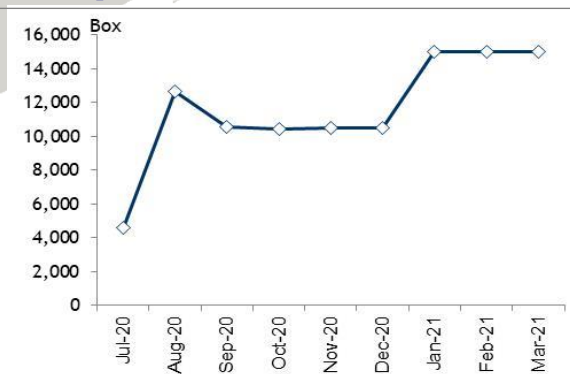
**ธุรกิจ Barge Terminal เตรียมทำตลาดตู้สินค้าขาออก**

รายได้จากธุรกิจ Barge Terminal แม้จะยังมีสัดส่วนรายได้ต่ำกว่า 2% ของรายได้รวมในงวด 9M20 แต่เป็นรายได้ประเภท Recurring income ที่มีความเสี่ยงต่ำตลอด 3 ปีข้างหน้า เนื่องจาก JWD ชะงักงันประมูลจากการทำเรือแห่งประเทศไทยเพียงรายเดียว ได้รับสิทธิในการยกขนและเคลื่อนย้ายตู้สินค้าคอนเทนเนอร์จากท่าเทียบเรือ A (Barge Terminal) ภายในท่าเรือแหลมฉบัง สัญญาสิ้นสุดปี 2023 บริษัทได้รับค่าจ้างเป็นรายตู้ต่อเดือน ปัจจุบันจำนวนตู้สินค้าผ่านท่าเทียบเรือ A มีจำนวน 10,400 ตู้ต่อเดือน เกินจุด Breakeven ที่ 6-7 พันตู้ต่อเดือนแล้ว บริษัทตั้งเป้าว่าจำนวนตู้จะเพิ่มเป็นเฉลี่ย 15,000 ตู้ต่อเดือนในปี 2021 และปัจจุบันนี้ตู้สินค้าที่บริษัทยกขนย้ายเป็นตู้ขาเข้าอย่างเดียว เมื่อเทียบกับตู้สินค้าที่ผ่านท่าเรือแหลมฉบังในปี 2019 มี 6 แสนตู้ต่อเดือน แบ่งเป็นตู้สินค้าขาออกและขาเข้าอย่างละใกล้เคียงกัน ตู้สินค้าขาออกจึงเป็นตลาดที่ JWD สามารถขยายไปได้

**ธุรกิจ barge Terminal**



**จำนวนตู้สินค้าผ่านท่าเทียบเรือชายฝั่ง A**



ที่มา: JWD, Finansia Research

**ธุรกิจ barge Terminal**



ที่มา: JWD Presentation



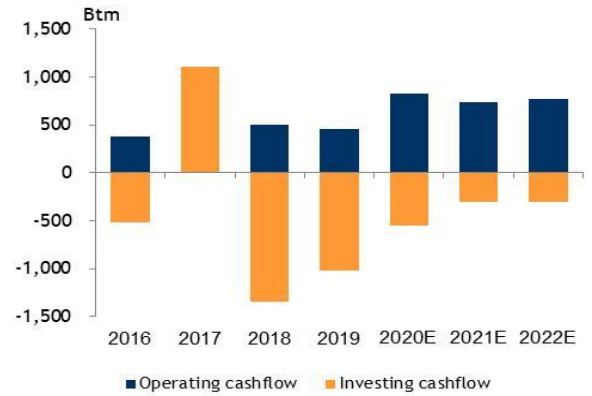
**โอกาส M&A รออยู่**

กระแสเงินสดจากการดำเนินงานในปี 2020 เพิ่มขึ้นสูงมาก คาดว่าจะจบปีที่ 830 ล้านบาท ในขณะที่บริษัทไม่ได้มีการลงทุนขนาดใหญ่เหมือนปีที่ผ่านมา เงินสดในมือ ณ สิ้นงวด 9M20 มีอยู่ 633.3 ล้านบาท เป็นโอกาสในการลงทุนขยายกิจการหรือ M&A สร้างการเติบโตแบบ Inorganic growth และเป็น upside ต่อประมาณการของเรา

**D/E และ Net D/E to EBITDA**



**กระแสเงินสดจากการดำเนินงานและการลงทุน**



ที่มา: JWD, Finansia Research

**ปรับประมาณการกำไรปี 2021-2022 ขึ้น 8.4% และ 11.2% เป็นเติบโตเฉลี่ย 21.0% CAGR**

เราคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2020 ที่ 296.3 ล้านบาท -18.3% Y-Y บริษัทมีกำไรงวด 9M20 ที่ 214.1 ล้านบาท -12.3% Y-Y เราคาดว่ากำไรใน 4Q20 จะ +13.2% Q-Q, -30.8% Y-Y เป็น 82.2 ล้านบาท พื้นตัวต่อเนื่องจากไตรมาสก่อนหน้าในทุกธุรกิจตามภาวะเศรษฐกิจที่ทยอยฟื้นตัวอย่างช้าๆ และการคุมเข้มค่าใช้จ่าย

**4Q20 Earnings Preview**

(Bt mn)	4Q20E	3Q20	% Q-Q	4Q19	% Y-Y
Sales revenue	944	981	-3.8	970	-2.6
Costs	709	747	-5.0	690	2.7
Gross profit	235	235	0.3	280	-15.8
SG&A expense	167	160	3.9	178	-6.3
Interest expense	40	43	-8.0	27	45.9
Norm profit	82	73	13.3	95	-13.6
Net profit	82	73	13.3	119	-30.8
EPS (Bt/share)	0.08	0.07	13.3	0.12	-30.8
Gross margin %	24.9	23.9	1.0	28.8	-3.9
SG&A as % of Sales	17.7	16.3	8.0	18.3	-3.7
Net margin %	8.7	7.4	1.3	9.8	-1.1

ที่มา: *Finansia Estimates*

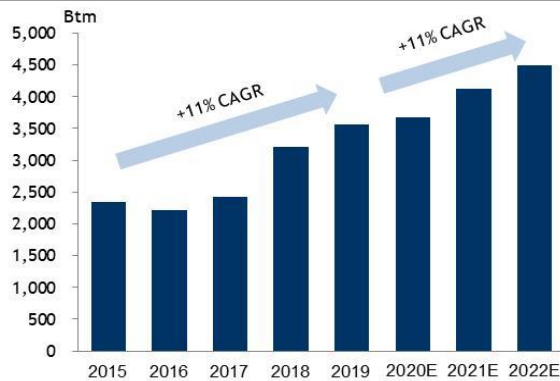
สำหรับปี 2021-2022 เราปรับประมาณการกำไรสุทธิขึ้น 8.4% และ 11.2% เป็น 387.0 ล้านบาทและ 434.0 ล้านบาท เติบโต 30.6% Y-Y และ 12.1% Y-Y ตามลำดับ อัตราการเติบโตสูงกว่าเดิมที่คาด +20.5% Y-Y ในปี 2021 และ +9.3% Y-Y ปี 2022 กำไรปี 2021 คาดว่าจะสูงกว่าปี 2019 เป็นการฟื้นตัวได้เร็วหลังจากที่สะดุดในปี 2020 เพราะผลกระทบของ COVID-19 การปรับเพิ่มประมาณการหลักๆ มาจากการปรับเพิ่มรายได้ในกลุ่มห้องเย็น กลุ่มอาหาร กลุ่มยานยนต์ และธุรกิจ Barge Terminal หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยในช่วง 2 ปีข้างหน้า +21.0% CAGR สูงกว่าประมาณการเดิมที่ +14.7% CAGR

**การปรับสมมติฐานผลประกอบการปี 2021-2022**

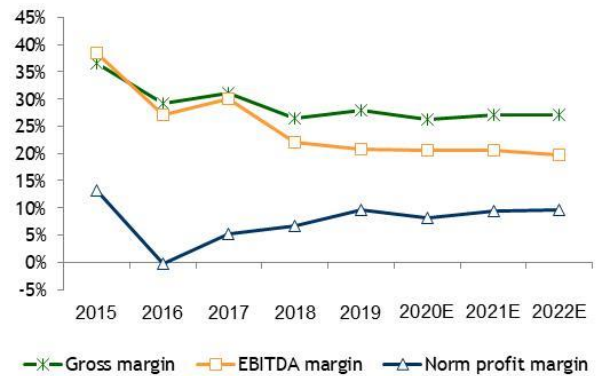
(Btm)	2021E			2022E		
	Previous	New	% change	Previous	New	% change
Revenue	3,998	4,128	3.3	4,228	4,493	6.3
General good	361	371	2.7	379	396	4.5
Dangerous good	524	531	1.1	540	560	3.6
Automotive	311	327	4.9	336	381	13.1
Cold storage	728	782	7.3	780	818	5.0
Transportation	556	566	1.9	600	625	4.2
Food	849	904	6.5	921	994	8.0
Barge terminal	95	126	32.6	121	139	14.9
Self-storage	55	78	43.2	100	130	30.0
Cost of services	2,929	3,017	3.0	3,092	3,277	6.0
Gross profit	1,069	1,111	4.0	1,135	1,216	7.1
Gross margin (%)	27.3	27.0	-0.3	27.3	27.1	-0.2
SG&A	680	694	2.0	719	755	5.0
SG&A % to sales	17.0	16.8	-0.2	17.0	16.8	-0.2
Equity income	102	105	2.9	106	109	2.9
Net profit	357	387	8.4	390	434	11.2
Net margin (%)	9.5	9.1	-0.2	9.7	9.7	-0.1

ที่มา: *Finansia research*

**ประมาณการรายได้ปี 2020-2022**

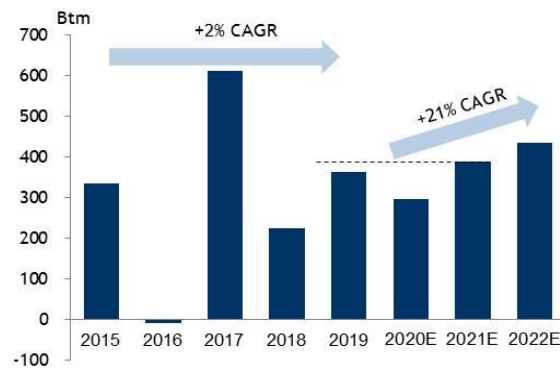


**อัตรากำไร**



ที่มา: Finansia Research

**ประมาณการกำไรสุทธิปี 2020-2022**



**ROA และ ROE**



ที่มา: Finansia Research

**ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 12.00 บาท แนะนำซื้อ**

เราปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2021 เป็น 12.0 บาท จากเดิม 10 บาท ถึง DCF, WACC 8.0%, LT Growth 3.6% จากผลของการปรับประมาณการ ที่ราคาเป้าหมายคิดเป็น 2021 Implied PE 31.6 เท่า บนคาดการณ์ 2021 EPS ที่ 0.38 บาท และ Implied PBV 3.8 เท่า และ Implied EV/EBITDA 17.9 เท่า แม้ว่า Implied PE จะสูงกว่าค่าเฉลี่ยของ NYT และ PORT และสูงกว่าค่าเฉลี่ยของ Global peers แต่ EV/EBITDA ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของ NYT และ PORT เนื่องจาก JWD มีการลงทุนสูงกว่ากลุ่ม และ EV/EBITDA สูงกว่า Global peers ไม่มากนักแต่ ROE ของ JWD สูงกว่า เรายังคงแนะนำซื้อ JWD จาก Upside ของราคาหุ้นปัจจุบันราว 40%

**DCF Approach**

(Btm)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
FCFF	272	302	590	646	776	906
Cost of equity	11.0%					
Cost of debt	3.3%					
Long term growth	3.6%					
Beta	1.03					
WACC	8.0%					
Sum of PV FCFF	2,325					
PV of Terminal value	12,407					
Total PV	14,732					
Net debt	2,500					
Value of equity	12,232					
Per share value (Bt)	11.99					

ที่มา: Finansia Research

**Peers comparison**

	Market cap (US\$mn)	NPAT growth (%)		ROE (%)	PER (x)		EV/EBITDA(x)	
		21E	22E	21E	21E	22E	21E	22E
JWD	291	30.6	12.1	12.1	22.5	20.1	13.7	12.8
NYT	147	54.6	37.6	7.8	14.8	10.7	7.4	6.0
PORT	60	52.5	26.8	5.9	19.9	15.7	24.0	20.3
<b>Thailand average</b>		<b>53.6</b>	<b>32.2</b>	<b>6.9</b>	<b>17.4</b>	<b>13.2</b>	<b>15.7</b>	<b>13.2</b>
Allcargo Logistics Ltd	445	22.1	18.5	9.1	9.5	8.0	7.1	6.9
Mahindra Logistics Ltd	412	-47.3	17.9	10.0	37.6	27.3	14.7	12.2
Imperial Logistics Ltd	503	50.6	25.1	8.6	9.8	7.5	4.6	4.3
Agility Public Warehousing Co	4,282	50.3	24.0	4.7	1.8	1.5	13.0	11.1
Jiayou International Logistics	705	32.7	49.7	17.5	13.0	9.8	8.9	6.7
Xiamen Xiangyu Co Ltd	1,991	29.6	14.9	8.9	8.7	7.4	10.2	9.1
Guangzhou Jiacheng Internation	925	111.1	44.7	10.3	15.7	10.9	11.2	7.8
Tegma Gestao Logistica SA	344	26.7	8.8	13.7	12.5	11.0	7.2	6.7
TCI Express Ltd	514	36.5	21.2	21.6	33.1	27.1	23.7	19.6
Guangdong Great River Smarter	1,298	33.5	30.2	11.6	25.6	19.8	17.8	14.5
Radiant Logistics Inc	283	19.1	39.4	10.5	16.3	13.1	8.1	6.9
UPR Corp	254	25.0	31.8	10.8	33.6	26.9	7.9	6.9
Kamigumi Co Ltd	2,389	4.4	1.4	5.2	12.2	11.9	5.4	5.4
Trancom Co Ltd	920	4.3	5.6	12.3	17.9	17.2	8.0	7.6
Maruwa Unyu Kikan Co Ltd	2,686	12.9	9.8	22.0	46.2	40.7	25.9	23.3
<b>Overseas average</b>		<b>12.8</b>	<b>15.9</b>	<b>11.8</b>	<b>20.3</b>	<b>16.6</b>	<b>11.9</b>	<b>10.1</b>

ที่มา: Bloomberg, Finansia estimates

## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

### ความเสี่ยงจากการแข่งขันในอุตสาหกรรม

ผู้ประกอบการด้าน Logistics ทั้งบริการคลังสินค้าและการขนส่งมีเป็นจำนวนมาก การแข่งขันมีความรุนแรงในบางธุรกิจที่บริษัทให้บริการ อย่างไรก็ตาม JWD อยู่ในธุรกิจยาวนาน 40 ปี มีการพัฒนาและปรับปรุงการให้บริการอยู่ตลอดเวลา มีการนำระบบ IT เข้ามาใช้เพื่อเพิ่มความรวดเร็ว เพิ่มประสิทธิภาพ และลดการผิดพลาด พัฒนาการของบริษัททำให้บริษัทได้รับมาตรฐานและรางวัลต่างๆ เป็นจำนวนมาก

### ความเสี่ยงจากการความผันผวนของเศรษฐกิจ

ธุรกิจของบริษัทส่วนใหญ่เติบโตสอดคล้องกับสภาพเศรษฐกิจทั้งในและต่างประเทศที่บริษัทเข้าไปดำเนินการ หากเศรษฐกิจของประเทศนั้นๆ ชะลอตัว จะผลกระทบต่อรายได้และกำไรของบริษัท เพื่อลดความเสี่ยงดังกล่าว บริษัทได้ขยายการบริการให้มีความหลากหลาย ไม่พึ่งพาอุตสาหกรรมใดอุตสาหกรรมเดียว รวมทั้งกระจายความเสี่ยงออกนอกประเทศ โดยมีการลงทุนในกลุ่ม CLMV อินโดนีเซีย และมีพันธมิตรอยู่ในมาเลเซียและสิงคโปร์

### ความเสี่ยงจากการที่ลูกค้าไม่ต่อสัญญา

รายได้ของบริษัทประมาณ 25% มาจากลูกค้าที่มีสัญญากับบริษัทเป็นเวลา 1+ ปี หากไม่ได้รับการต่อสัญญา และไม่สามารถหาลูกค้าใหม่เข้ามาชดเชยได้ทัน อาจกระทบผลประกอบการของบริษัท อย่างไรก็ตาม บริษัทพยายามสร้างความพึงพอใจให้แก่ลูกค้า และพยายามหาลูกค้าใหม่ๆ เข้ามาตลอดเวลา

### ความเสี่ยงจากการดำเนินธุรกิจภายใต้สัญญากับหน่วยงานภาครัฐ

ในการดำเนินงานของบริษัท มีการเช่าที่ดินท่าเรือแหลมฉบัง มีสัญญาประกอบการคลังสินค้าอันตรายที่ทำเรือแหลมฉบัง กับการท่าเรือแห่งประเทศไทย รวมถึงสัญญาอื่นๆ อาจมีความเสี่ยงหากหน่วยงานภาครัฐเปลี่ยนแปลงนโยบายหรือเรียกเก็บผลประโยชน์ตอบแทนเพิ่มเติมที่นอกเหนือสัญญา

### ความเสี่ยงจากการลงทุนในต่างประเทศ

บริษัทมีการลงทุนในหลายประเทศในภูมิภาคเอเชีย อาจมีความเสี่ยงจากความแตกต่างของวัฒนธรรม กฎหมาย ข้อบังคับต่างๆ สภาพอากาศ และปัจจัยทางธรรมชาติ รวมถึงการแข่งขันในต่างประเทศ บริษัทตระหนักถึงความเสี่ยงดังกล่าว หากการลงทุนเป็นเงินจำนวนมาก บริษัทจะพิจารณาหาผู้ร่วมทุนที่มีประสบการณ์การลงทุนในประเทศนั้นๆ เพื่อลดความเสี่ยง

**Income Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	3,208	3,562	3,742	4,128	4,493
Cost of sales	2,360	2,566	2,799	3,014	3,275
Gross profit	848	996	943	1,115	1,218
SG&A	568	698	641	694	755
Operating profit	280	298	302	421	463
Other income	33	42	56	42	45
EBIT	356	396	411	517	566
EBITDA	704	738	744	848	890
Interest expense	82	107	179	171	165
Equity income	-6	87	97	105	109
Tax on income	50	47	46	76	88
Minority interest	-2	10	14	12	12
Normalized earnings	215	340	296	387	434
Extraordinary items	3	110	97	105	109
Net profit	225	363	296	387	434

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Profit before tax	277	399	343	463	522
Depreciation & amort.	297	294	333	331	324
Change in working capital	-172	-272	75	-102	89
Other adjustments	95	31	-85	40	-170
Cash flow from operation	497	452	666	732	765
Capital expenditure	-1,369	-1,096	-533	-300	-300
Others	27	74	-55	0	0
Cash flow from investing	-1,342	-1,022	-588	-300	-300
Free cash flow	-845	-570	78	432	465
Net borrowings	339	1,242	-116	-346	-116
Capital raised	0	0	0	0	0
Paid Dividends	-255	-252	-207	-271	-304
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	84	990	-323	-617	-419
Net change in cash	-761	419	-245	-184	46

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Cash & bank deposit	456	886	640	456	501
Trade receivable	846	952	871	973	1,022
Inventory	60	60	69	74	81
Other current assets	31	49	49	50	54
Total current assets	1,991	2,271	1,694	1,617	1,723
L-T investment	708	1,447	1,247	1,247	1,247
PP&E	2,816	3,318	3,086	3,042	2,990
Other assets	350	346	374	417	584
Total assets	6,330	7,819	8,629	8,375	8,420
Short-term loans	192	1,073	330	300	500
Trade account payable	623	696	713	735	817
Current maturity	711	634	702	702	702
Other current liabilities	78	60	84	91	99
Total current liabilities	1,604	2,463	1,829	1,827	2,117
Long-term loan	1,277	1,828	3,270	2,954	2,639
Other LTD	309	258	262	289	315
Total LTD	1,586	2,086	3,532	3,243	2,953
Total liabilities	3,190	4,549	5,361	5,071	5,070
Registered capital	510	510	510	510	510
Paid-up capital	510	510	510	510	510
Share premium	1,336	1,336	1,336	1,336	1,336
Legal reserve	51	51	51	51	51
Retained earnings	304	439	443	474	519
MI	122	120	114	114	114
Total equity	3,017	3,150	3,154	3,190	3,235

**Important Ratios (Consolidated)**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>Growth (%)</b>					
Revenue	32.4	11.0	5.0	10.3	8.8
EBITDA	-3.4	4.9	0.8	14.0	5.0
Net profit	-63.3	61.6	-18.3	30.6	12.1
Normalized earnings	71.9	58.2	-12.9	30.6	12.1
<b>Profitability (%)</b>					
Gross profit margin	26.4	28.0	25.2	27.0	27.1
EBITDA margin	21.9	20.7	19.9	20.5	19.8
EBIT margin	11.1	11.1	11.0	12.5	12.6
Normalized profit margin	6.7	9.5	7.9	9.4	9.7
Net profit margin	7.0	10.2	7.9	9.4	9.7
Normalized ROA	3.4	4.4	3.4	4.6	5.2
Normalized ROE	7.1	10.8	9.4	12.1	13.4
Normalized ROCE	7.5	7.4	6.0	7.9	9.0
<b>Risk (x)</b>					
D/E	1.0	1.4	1.7	1.6	1.6
Net D/E	0.9	1.2	1.5	1.4	1.4
Net debt/EBITDA	1.2	2.9	3.4	2.8	2.5
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	0.25	0.36	0.29	0.38	0.43
Norm EPS	0.24	0.34	0.29	0.38	0.43
EBITDA	0.78	0.73	0.73	0.83	0.87
FCF	-0.94	-0.57	0.08	0.42	0.46
Book value	2.96	3.09	3.09	3.13	3.17
Dividend	0.21	0.25	0.20	0.27	0.30
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	35.7	25.3	29.4	22.5	20.1
Norm P/E	35.7	25.3	29.4	22.5	20.1
P/BV	2.9	2.8	2.8	2.7	2.7
EV/EBTDA	14.8	15.4	16.6	13.7	12.8
Dividend yield (%)	2.5	2.9	2.4	3.1	3.5

Source: Company data, Finansia research

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

<p><b>สำนักงานใหญ่</b> 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500</p>	<p><b>สำนักงานอัลมาลิ่งค์</b> 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999</p>	<p><b>สำนักงานอัมรินทร์ ทาวเวอร์</b> 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-660-5000, 02-264-6000</p>	<p><b>สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1</b> 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999</p>	<p><b>สาขา บางกระบือ</b> 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545</p>
<p><b>สาขา บางนา</b> 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร 02-740-7100</p>	<p><b>สาขา มินท์ ทาวเวอร์</b> ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9 อาคาร มินท์ ทาวเวอร์ เลขที่ 719 ถนนบรมหัตถ์ทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700</p>	<p><b>สาขา สีนธร 1</b> 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p>	<p><b>สาขา เคียนหวน (สินธร 2)</b> 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717</p>	<p><b>สาขา ประชาชื่น</b> 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130</p>
<p><b>สาขา สาทร</b> เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสโกทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร 02-036-4859</p>	<p><b>สาขา รังสิต</b> 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180</p>	<p><b>สาขา รัตนาธิเบศร์</b> 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300</p>	<p><b>สาขา แจ้งวัฒนะ</b> 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ บูตดิเลทที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193</p>	<p><b>สาขา สมุทรสาคร</b> เลขที่ 813/30 ถนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045</p>
<p><b>สาขา ขอนแก่น</b> 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925</p>	<p><b>สาขา อุดรธานี</b> 197/29, 213/3 ถ.อุดรชัย ถ. หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589</p>	<p><b>สาขา เชียงใหม่</b> 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-711</p>	<p><b>สาขา เชียงราย</b> 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120</p>	<p><b>สาขา แม่สาย</b> 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599</p>
<p><b>สาขา นครราชสีมา</b> 198/1 ต.ระกาสุมาราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323</p>	<p><b>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต</b> 22/18 ถ.หลวงพ่อดจลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499</p>	<p><b>สาขา หาดใหญ่</b> 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777</p>	<p><b>สาขา ตรัง</b> 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219</p>	<p><b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b> 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595</p>
<p><b>สาขา บิดดาณี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.รุสะมีแล อ.เมือง จ.บิดดาณี 073-350-140-4</p>				

**คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน**

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>สูงกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>สูงกว่า ตลาด</b>
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>เท่ากับ ตลาด</b>
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>ต่ำกว่า ตลาด</b>

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

**DISCLAIMER:** รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชักชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทฯ ขอสงวนสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้นำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LI, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASC, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) – Corporate Governance Report Rating 2020

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง "ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR"

**IOD (IOD Disclaimer)**

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)**

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2563 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 30 พฤศจิกายน 2561) มี 2 กลุ่ม คือ
  - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
  - ได้รับการรับรอง CAC