

### WICE : บมจ.ไวส์ โลจิสติกส์

### เริ่มมีแสงแห่งความหวัง

เราเริ่มต้นคำแนะนำ “ซื้อ” WICE แม้ว่าจะยังมีความกังวลต่อเศรษฐกิจจีน-สหรัฐฯ แต่มองว่าน่าสนใจหลายมุม เช่น (1) กำไร 2Q23 พุ่ง +13.9% q-q ได้แล้ว (2) ค่าระวางเรือลงมาระดับ Pre-Covid แล้ว และมีแนวโน้มฟื้นใน 2H23 จากการเข้าสู่ฤดูส่งออกซึ่งแปลว่า 1Q23 จะเป็นจุดต่ำสุดของปีนี้ (3) Cross border โดย ETL มีพัฒนาการที่น่าพอใจและเตรียม spin-off แล้วปลายปีนี้ และ (4) valuation ปัจจุบันต่ำกว่าค่าเฉลี่ยตั้งแต่ IPO ถึง 23.0% แต่ปีนี้คาดว่าจะแสดงพัฒนาการจาก Pre-Covid ถึง 3 เท่าตัว

**ปี 2023 เหมือนจะแย่ แต่ข้างในดี :** คาดบริษัทจะมีกำไรสุทธิปีนี้ 262 ลบ. หดตัว -52.8% y-y จากฐานสูงปีก่อน อย่างไรก็ตาม จุดต่ำสุดได้ผ่านไปแล้วใน 1Q23 โดยกำไร 2Q23 พุ่งตัวแล้วที่ 63 ลบ. +13.9% q-q อัตรากำไรขั้นต้นกลับสูงขึ้น 150bps จากปีก่อน ยิ่งไปกว่านั้นธุรกิจ Cross border เป็นบริการแรกที่รายได้เริ่มกลับมาเติบโต 2 ขาทัน +11.7% q-q และ +11.0% y-y พร้อมอัตรากำไรขั้นต้นสูงกว่าปีก่อน 920bps

ซึ่งหากไม่นับรวมกำไรในปีที่ดีเป็นพิเศษ 2020-22 กำไรปีนี้ เราคาดว่าจะยกฐานจากปี 2019 (Pre-covid) ได้ถึง 320.4% จากการขยายบริการใหม่ และเจาะลูกค้าใหม่ต่อเนื่อง และก็ยังคงเดินหน้าทำต่อไป

**ราคาเหมาะสม 9.60 บาท :** เราให้ส่วนลดอีก 10% จากค่าเฉลี่ย P/E ตั้งแต่ IPO ที่ 26.1x ได้ P/E เป้าหมาย 23.5x เพื่อสะท้อนความเสี่ยงเศรษฐกิจจีน-สหรัฐฯ ได้ราคาเหมาะสมปีนี้ 9.60 บาท คาดปันผล 0.20 บาท

**Spin-off บริษัทลูก ETL ย้ายไป SET :** บริษัทเผยว่าได้ปรับแผนการ IPO จาก mai ไป SET แทนให้สอดคล้องกับการเติบโตในแผน โดยคาดว่าจะได้รับอนุมัติหนังสือชี้ชวนในเดือน ก.ย. และเข้าซื้อขายราวเดือน ต.ค.-พ.ย. ปีนี้ โดยการระดมทุนนี้จะนำไปขยายบริการ cold chain

**ความเสี่ยง :** รายได้ราว 1/3 มีความเกี่ยวเนื่องกับกิจกรรมขนส่งกับประเทศจีน โดยรายได้ต่ำกว่าคาด 1% จะส่งผลต่อกำไร และ ราคาเหมาะสมราว 12.6%

จรรยาพัทธ์ วัฒนวงศ์  
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์ #14076  
Jaroonpan.W@liberator.co.th

### WICE

**BUY**  
Rating

TP 23E From n.a. **THB9.60**

method P/E 23.5x

Closing price THB8.15  
Upside/Downside +17.7%

CG report **▲▲▲▲▲**  
CAC Declared  
ESG score by ESG Book n.a.  
source : settrade

### วัดใจ Bottom fishing

“WICE เป็นบริษัทที่ก้มหน้าก้มตาขายธุรกิจ และพัฒนาตนเองอยู่ตลอดเวลาไม่ว่าสถานการณ์ภายนอกจะดี/แย่อะไร ซึ่งเป็นคุณลักษณะที่ดี และจะผลิดอกออกผลดีเมื่อสถานการณ์เป็นใจ ดังเช่นในปี 2020-22 เรามองว่า ปัจจุบันราคาหุ้นปรับตัวลงมาสะท้อนความกังวลต่อปัจจัยภายนอกแล้ว และเริ่มเห็นพัฒนาการเชิงบวกในบางจุด นักลงทุนที่รับความเสี่ยงได้ รอคอยได้ 6-12 เดือน แนะนำทยอยสะสมตราที่กำไรไม่ต่ำกว่า 1Q23 (55 ลบ.)”

### KEY FINANCIALS

FYE Dec (THBm)	FY21	FY22	FY23E	FY24E
Revenue	7,637	7,103	4,599	5,387
Net Profit (Loss)	536	554	262	317
EPS (THB)	0.82	0.85	0.41	0.49
P/E (x)	9.9	9.6	20.0	16.5
BVPS (THB)	2.30	2.87	2.88	3.17
P/B (x)	3.5	2.8	2.8	2.6
DPS (THB)	0.23	0.44	0.20	0.25
Dividend Yield (%)	2.8	5.4	2.5	3.0
Debt/Equity (x)	1.3	0.8	0.5	0.4
ROE (%)	35.7	29.6	14.2	15.6

Source: Company, LIB Research estimates

**การประกอบธุรกิจ :** บริษัทก่อตั้งปี 1993 ประกอบธุรกิจให้บริการโลจิสติกส์ครบวงจร ขนส่งสินค้าระหว่างประเทศ ทั้งทางทะเล-อากาศ-ให้บริการด้านพิธีการศุลกากร-คลังสินค้า และ บริการขนส่งข้ามพรมแดน (โดย ETL) ปัจจุบันมี 16 บริษัทย่อย ให้บริการใน ไทย, สิงคโปร์, มาเลเซีย, ฮ่องกง และ จีน

บริษัทเสนอขาย IPO ในปี 2015 ด้วยราคาเสนอขาย 2.10 บาท ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียนชำระแล้ว 325.9 ลบ. พาร์ 0.50 บาท/หุ้น ถือหุ้นใหญ่โดย ครอบครัว “คงสุนทร” 35.2% และ “ตันติกุลสุนทร” 17.4% มีนโยบายจ่ายปันผลไม่ต่ำกว่า 50% ของกำไรสุทธิ

ณ 18 ก.ค. 2023 บริษัทเสร็จสิ้นโครงการหุ้นทุนซื้อคืน (Treasury stock) จำนวน 10.9 ล้านหุ้น หรือ 1.67% ปัจจุบันบริษัทยังไม่ได้กำหนดระยะเวลาการจำหน่ายหุ้นซื้อคืนนี้ (เราประเมินต้นทุนเฉลี่ยที่ 9.14 บาท/หุ้น)

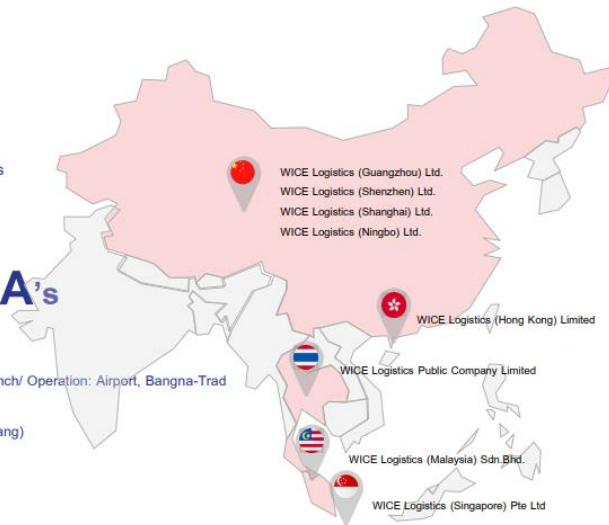
### รูปที่ 1 : ฐานการบริการอยู่ในอาเซียนเชื่อมต่อกับประเทศจีน

## ONE Stop-Service

16 Subsidiary Companies to support Worldwide  
Freight Management Services for Sea, Air and Cross  
Border Road-Rail Services and Supply Chain  
Solutions

## Strong Presence in ASIA's top trading markets

- Thailand Office: Bangkok HQ and Laem Chabang Branch/ Operation: Airport, Bangna-Trad Km.18, Laem Chabang and Rayong
- Singapore, Malaysia (Kuala Lumpur, Joho Bahru, Penang)
- China (Guangzhou, Shenzhen, Shanghai, Ningbo)
- Hong Kong



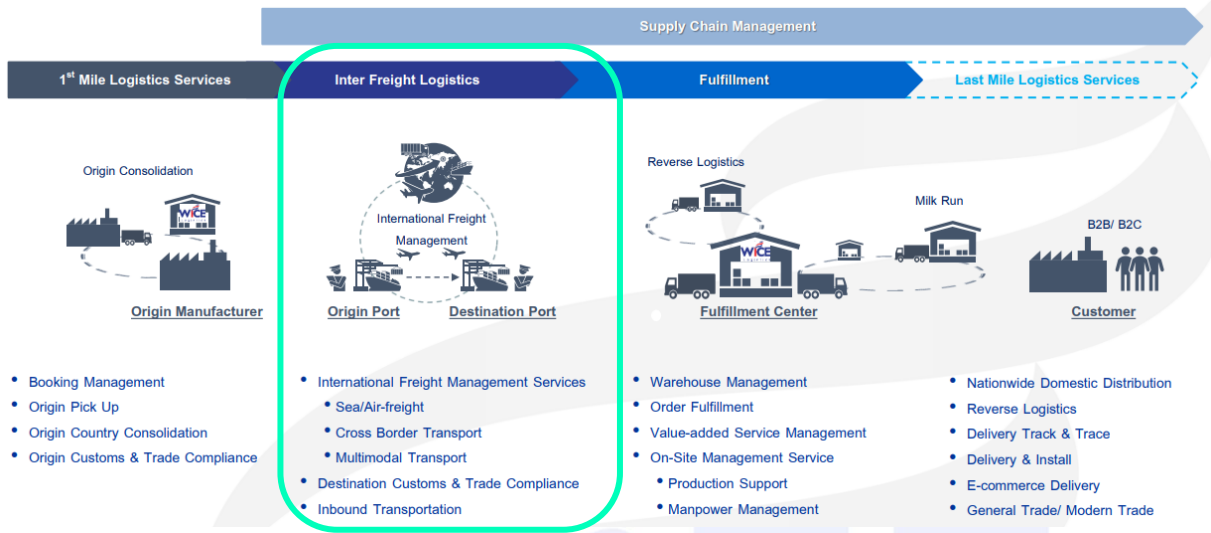
ที่มา : Company report

### ธุรกิจหลัก Freight Forwarder (Inter Freight Logistics) :

บริษัทจะจัดหาพื้นที่บน เรือเดินสมุทร เครื่องบิน หรือ รถไฟ เป็นล็อตใหญ่เพื่อนำไปจัดสรรแบ่งขายให้กับลูกค้าที่ต้องการส่งสินค้าในเส้นทางนั้นๆ โดยบริษัทจะเสนอบริการเพิ่มเติม เช่น บริการรับส่งสินค้าถึงโรงงาน, การจัดเก็บ และบริหารคลังสินค้า, การกระจายสินค้าสู่ผู้รับสินค้าแบบ B2B, บริการด้านพิธีการศุลกากร เป็นต้น

โดยบริษัทจะกำหนดค่าบริการในรูปแบบที่เรียกว่า “Cost plus” โดยจะบันทึกค่าระวางเป็นต้นทุน แล้วบวกกำไร เพื่อเป็นราคาค่าบริการ ทำให้ธุรกิจค่อนข้างปลอดภัยหากสามารถหาลูกค้าได้ครบกับระวางที่ซื้อมา โดยสินค้าที่รับจัดส่งส่วนใหญ่ทางเรือจะเป็นสินค้าขาออก (export) จากไทยไปจีน และ จีนไปสหรัฐฯ ส่วนทางอากาศ จะเป็นสินค้าที่จัดส่งหมุนเวียนในภูมิภาคเอเชีย

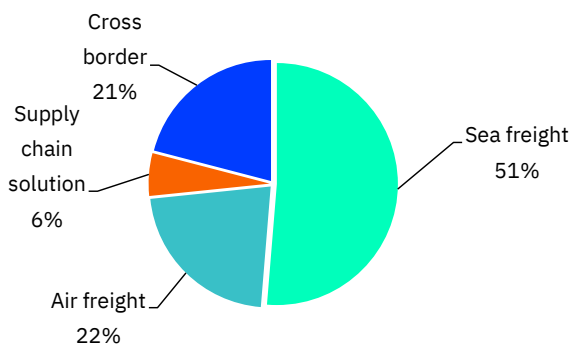
## รูปที่ 2 : การให้บริการครบวงจร



ที่มา : Company report

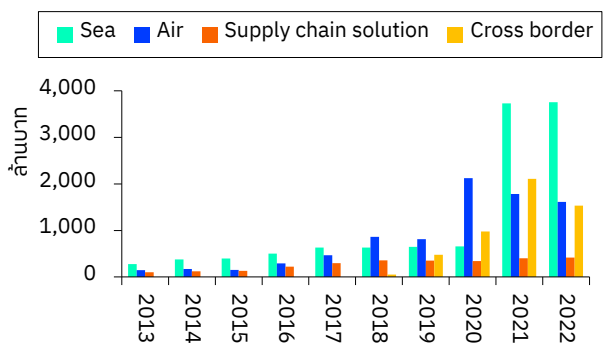
**ข้อดีของธุรกิจ Asset light :** บริษัทถือสินทรัพย์ถาวรเพียงเล็กน้อย ไม่ได้เป็นเจ้าของเครื่องบิน เรือ ส่วนคลังสินค้าที่ใช้การเช่า ทำให้บริษัทมีภาระด้านค่าเสื่อมราคาเพียง 2% ของต้นทุนทั้งหมด (COGS 87% ที่บันทึกแบบ cost plus, SG&A 8.1%, ดอกเบี้ยจ่าย 0.3%, ภาษี 2.4%) ซึ่งรายจ่ายพนักงานจะเป็นเงินเดือน + คอมมิชชั่น ดังนั้นช่วงที่ปริมาณขนส่งซบเซา บริษัทก็ยังมีกำไรได้จากต้นทุนคงที่ (fixed cost) ที่น้อยนั่นเอง

## รูปที่ 3 : โครงสร้างรายได้ปี 2022



ที่มา : Company report

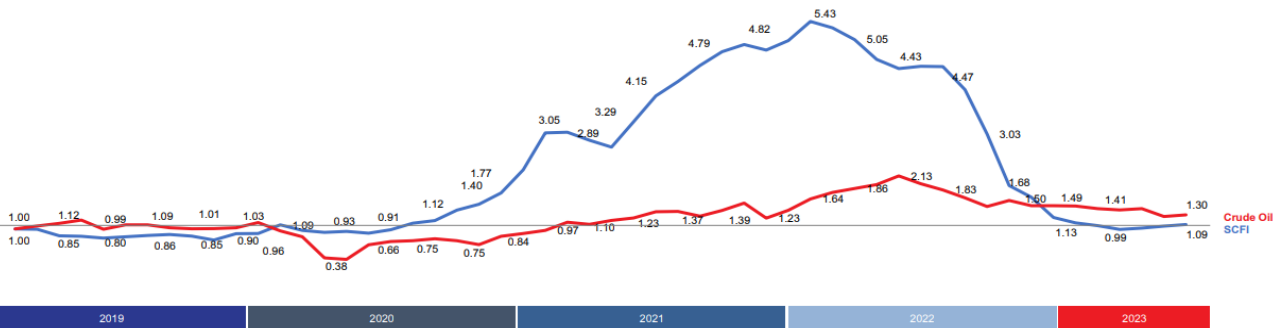
## รูปที่ 4 : ปี 2021-22 เป็นปี "ดีผุดปกติ"



ที่มา : Company report

**โครงสร้างรายได้ :** ปี 2022 รายได้ 51% มาจากการให้บริการขนส่งทางเรือ (Sea freight) ซึ่งได้อานิสงส์จากอุปสงค์ที่ค้างคั่ง pent-up demand จากช่วง Covid-19 และค่าระวางเรือคอนเทนเนอร์ที่พุ่งรุนแรงจากกระบวนการหมุนเวียนตู้สินค้าติดขัดที่สหรัฐ อย่างไรก็ตามปี 2023 หลังจากคลี่คลายของปัญหาค่าระวางใน 2H22, การริบเร่งซื้อสินค้าหมดไป และ เศรษฐกิจจีนหลังเปิดเมืองที่ฟื้นไม่แรงดังคาด ค่าระวางเรือเริ่มปรับตัวลง

### รูปที่ 5 : การเคลื่อนไหวของค่าระวางเรือคอนเทนเนอร์ (Shanghai Containerized Freight Index)



#### Management View 2H/2023

- Freight rate with slightly increase in the second half of the year compared to the first half mainly due to the seasonality factor where Q3 and Q4 are the peak seasons of the year
- Chinese exports and imports will resume in the second half of the year

ที่มา : Company report, Opportunity day 2Q23

**มุมมองของผู้บริหารใน 2H23 :** ผม. คาดกิจกรรมการนำเข้าส่งออกจะฟื้นได้จากฤดูกาลขนส่งเป็นปกติของทุกปี ขณะที่เราได้ร่วมฟังประชุมนักวิเคราะห์หลายๆบริษัท พบว่า ผม.หลายบริษัทให้สัญญาณทางเดียวกันว่า พบการสั่งซื้อสินค้าเพื่อเตรียมผลิต/ขายอีกครั้ง (restocking) จากฝั่งสหรัฐ และ ยุโรป รวมถึงปัญหาขาดแคลนชิป (chip shortage) ได้จบหมดไปแล้ว ส่วนอุตสาหกรรมยานยนต์ไฟฟ้า EV, Cloud computing และ AI, พลังงานทดแทน ก็ยังคงเติบโตแข็งแกร่ง ซึ่งเหล่านี้เป็นสินค้าหลักที่บริษัทให้บริการขนส่ง

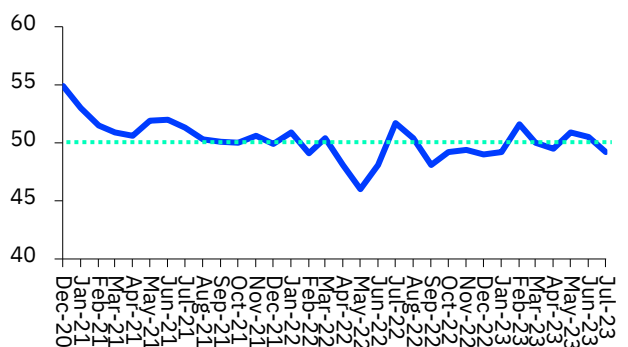
เราเห็นด้วยว่า ค่าระวางผ่านจุดต่ำสุดแล้ว เพียงแต่อัตราเร่งระยะถัดไปอาจต้องฟังฟังเศรษฐกิจจีน และ สหรัฐ เป็นสำคัญ และแม้สภาพพัฒนาจะปรับเป้าส่งออกปีนี้ลงจาก -1.6% เป็น -1.8% แต่แนวโน้มของพรรคเพื่อไทยที่เน้นการฟื้นฟูความสัมพันธ์ทางการค้ากับ EU, NAFTA, CPTPP และ FTA เราเชื่อว่าจะช่วยให้เห็นภาพเชิงบวกในปี 2024 ได้ ซึ่งก็อาจจะเป็นปีที่ดีมาก หากเศรษฐกิจจีน-สหรัฐ ฟื้นพร้อมกันอีกด้วย

### รูปที่ 6 : การส่งออกไทยในเดือน ก.ค. 2023

สินค้าเกษตรและอุตสาหกรรมเกษตร			สินค้าอุตสาหกรรม		
สินค้า	%YoY		สินค้า	%YoY	
	ก.ค. 66	ม.ค. - ก.ค. 66		ก.ค. 66	ม.ค. - ก.ค. 66
ผลไม้สด แช่เย็น แช่แข็ง และแห้ง	+5.3	+16.8	เครื่องจักรไฟฟ้า อุปกรณ์และส่วนประกอบ	+40.5	+19.5
ข้าว	+18.8	+20.6	อุปกรณ์ที่ใช้ร่วมกับ ภาชนะพลาสติก และโฟลิด (ใช้ครัวเรือน)	+82.9	+77.6
สิ่งสุระอาหาร	+17.8	-3.7	หม้อแปลงไฟฟ้าและส่วนประกอบ	+29.4	+42.3
ผักกระฉูดและผักแปรรูป	+17.2	+14.8	รถยนต์ อุปกรณ์และส่วนประกอบ	+24.6	+8.1
นมและผลิตภัณฑ์นม	+27.9	+4.9	ยานยนต์ส่วนบุคคล	+15.9	+5.0
ไข่ไก่สด	+92.9	+151.3	รถจักรยานยนต์ และส่วนประกอบ	+10.8	+10.0
ยางพารา	-37.8	-38.7	สินค้าที่เกี่ยวเนื่องกับน้ำมัน	-28.8	-22.1
น้ำตาลทราย	-30.3	-17.7	เครื่องคอมพิวเตอร์ อุปกรณ์และส่วนประกอบ	-24.2	-16.2
อาหารทะเลกระป๋องและแปรรูป	-12.9	-10.9	ผลิตภัณฑ์จากอัญมณี	-24.0	-23.7
ผลิตภัณฑ์มันสำปะหลัง	-7.7	-17.6	ผลิตภัณฑ์ยาง	-6.2	-6.5
ธัญพืชแปรรูป	-11.4	-6.8			
ขนสัตว์และขนสัตว์พิเศษและสัตว์	-62.8	-29.0			

ที่มา : กระทรวงพาณิชย์

### รูปที่ 7 : ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตจีน

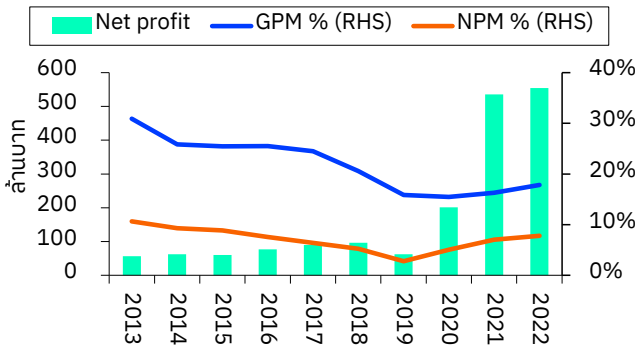


ที่มา : Trading View, S&P Global (Markit Economics)

**ผลการดำเนินงาน 3 ปีที่ผ่านมา :** โมเดลธุรกิจแบบ Asset light ที่มีต้นทุนคงที่น้อย และ การกำหนดราคาแบบ Cost plus ทำให้บริษัทมีกำไรที่มั่นคงในทุกๆสภาวะเศรษฐกิจ โดยตั้งแต่ IPO ในปี 2015 บริษัทไม่เคยขาดทุนสักครั้ง ไม่ว่าในช่วงวิกฤติสงครามการค้า (Trade war) หรือแม้ Covid-19 ก็ตาม

ปี 2020-22 บริษัทมีกำไรสุทธิ 201-536-554 ลบ. ทำสถิติสูงสุดใหม่ 3 ปีติดต่อกัน ซึ่งเป็นการเติบโตทั้ง Price และ Quantity จากการขยายตัวภาคส่งออกไทย, การขยายเครือข่ายไปยังจีน/ฮ่องกงรองรับไว้ และยังมีหนุนด้วยค่าระวางเรือที่ปรับตัวขึ้นสูงระหว่างปี 2021-1H22 อีกด้วย

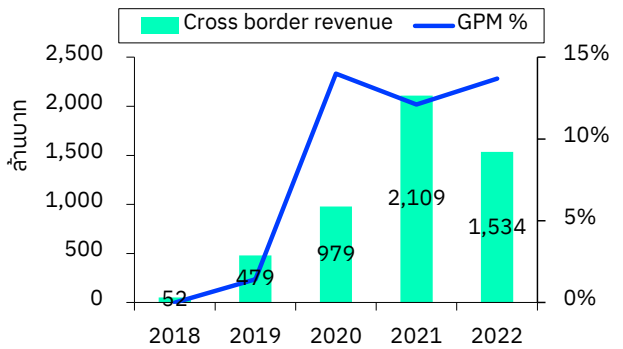
**รูปที่ 8 : กำไรทำสถิติใหม่ 3 ปีติดๆ (2020-22)**



ที่มา : Company report, LIB Research estimates

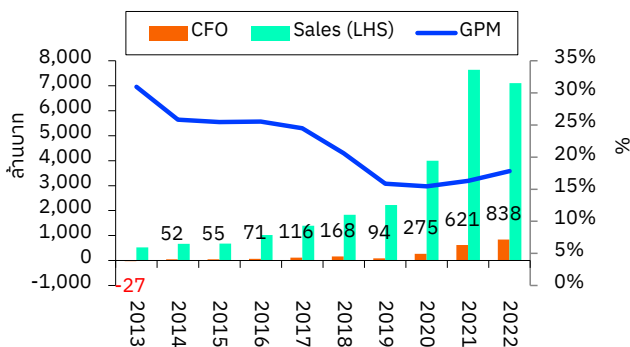
โดยช่วง 3 ปีนี้ มีอัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ย 16.9% อัตรากำไรสุทธิเฉลี่ย 6.6% ทั้งสองขยับขึ้นต่อเนื่องเช่นกัน และในช่วงนี้ ธุรกิจใหม่ การขนส่งข้ามพรมแดน (Cross border) โตโดดเด่นที่สุดเฉลี่ย 64.2% ต่อปี vs รายได้รวม 54.7% ต่อปี ส่วนในแง่กระแสเงินสดก็ทำได้ดีมาก บริษัทสร้างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานสูงถึง 838 ลบ. และบนงบดุล บริษัทอยู่ในสถานะเงินสดสุทธิอีกด้วย (net cash) โดย ณ สิ้นงวด 2022 บริษัทมีเงินสดในมือสูงถึง 852 ลบ. คิดเป็น 1.31 บาท/ หุ้น

**รูปที่ 9 : ธุรกิจ Cross border เติบโตแรงสุด**



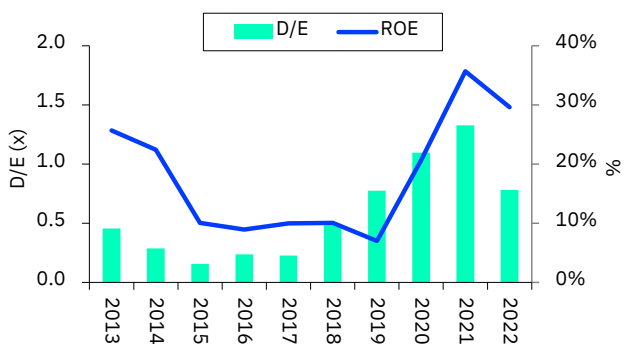
ที่มา : Company report, LIB Research estimates

**รูปที่ 10 กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และ กำไรสุทธิ**



ที่มา : Company report, LIB Research estimates

**รูปที่ 11 : ฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง ROE สูง**



ที่มา : Company report, LIB Research estimates



### รูปที่ 10 : ผลการดำเนินงานรายไตรมาส

(THBm)	2Q23	1Q23	q-q	2Q22	y-y
Revenues	975	1,031	(5.4%)	2,045	(52.3%)
COGs	791	819	(3.4%)	1,691	(53.2%)
<b>Gross profits</b>	<b>183</b>	<b>211</b>	<b>(13.2%)</b>	<b>354</b>	<b>(48.2%)</b>
Gross margin (%)	18.8%	20.5%	-	17.3%	-
SG&A	97	126	(22.9%)	128	(23.8%)
Operating profit	86	85	1.2%	226	(61.9%)
Operating margin (%)	8.8%	8.2%	-	11.0%	-
<b>EBITDA</b>	<b>121</b>	<b>115</b>	<b>4.9%</b>	<b>252</b>	<b>(52.1%)</b>
EBITDA margin (%)	12.4%	11.2%	-	12.3%	-
Interest expense	4	4	(2.0%)	5	n.m.
Share profit of associates	(1)	(1)	n.m.	0	n.m.
<b>Normalised earning</b>	<b>62</b>	<b>54</b>	<b>14.4%</b>	<b>170</b>	<b>(63.5%)</b>
<b>Net profit</b>	<b>63</b>	<b>55</b>	<b>13.9%</b>	<b>170</b>	<b>(63.0%)</b>

ที่มา : Company reports and LIB Research estimates

### ตัวเลขชี้วัดสำคัญ

	2Q23	1Q23	q-q	2Q22	y-y
<b>Revenue breakdown</b>					
Sea Freight	260	355	(26.8%)	1,249	(79.2%)
Air Freight	278	283	(1.8%)	432	(35.6%)
Supply chain solution	141	119	18.5%	98	43.9%
Cross boarder	353	316	11.7%	318	11.0%

ที่มา : Company reports and LIB Research estimates

**1H23 Cross border พ้นแล้ว :** หลังจีนใช้นโยบายล็อกดาวน์เข้มงวดตั้งแต่ สิงหาคม 2022 และ ค่าระวางเรือเริ่มทยอยปรับตัวลงตั้งแต่ 2H22 หลังปัญหาตู้คอนเทนเนอร์ขาดแคลน คลี่คลาย ปริมาณขนส่ง และ ราคาค่าบริการ จึงปรับตัวลงตาม ค่าระวางเรือ ส่งผลให้กำไรสุทธิลงไปต่ำสุดที่ 55 ลบ. ใน 1Q23 จากจุดสูงสุดใน 4Q21 ที่ 181 ลบ. อย่างไรก็ดี 2Q23 เริ่มเห็นการฟื้น +13.9% q-q เป็น 63 ลบ.

แม้กำไรสุทธิ 1H23 จะหดตัวแรง -64.0% y-y จากฐานสูงปีก่อน แต่มีจุดน่าสนใจคือ อัตรากำไรขั้นต้นกลับเพิ่มสูงขึ้นเป็น 19.7% สูงกว่า 1H22 ที่ 16.6% จากการบริหารจัดการต้นทุนที่ดี และด้วยการมีเครือข่ายใหญ่-บริการหลากหลายรูปแบบ ทำให้ต่อรองส่วนลดจาก สายเดินเรือ สายการบิน ได้มีประสิทธิภาพ

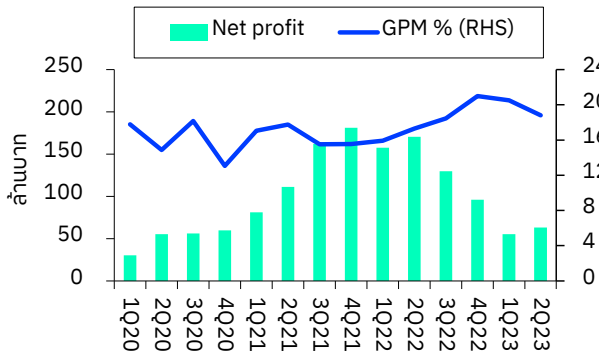
ขณะที่การเปิดเมืองของจีนปลาย 1Q23 ทำให้ด่านชายแดนกลับมาคั่งตัว ผนวกกับราคาน้ำมันที่ลดลง ธุรกิจขนส่งข้ามพรมแดนจึงเริ่มฟื้นตัว โดยใน 2Q23 รายได้เริ่มฟื้น +11.0% q-q +11.0% y-y และอัตรากำไรขั้นต้นเร่งตัวเป็น 15.2% ใน 1H23 vs เพียง 9.6% 1H22

อีกหน่วยธุรกิจที่ทำได้ดีคือ บริหารห่วงโซ่อุปทาน (Supply chain solution) รายได้เติบโต +18.5% q-q และ +43.9% y-y จากพื้นที่คลังสินค้าให้บริการเพิ่มเท่าตัวเป็น 63,800 ตร.ม.

### แนวโน้มปี 2023-24 : สมมติฐานของเรามีแนวคิด ดังต่อไปนี้

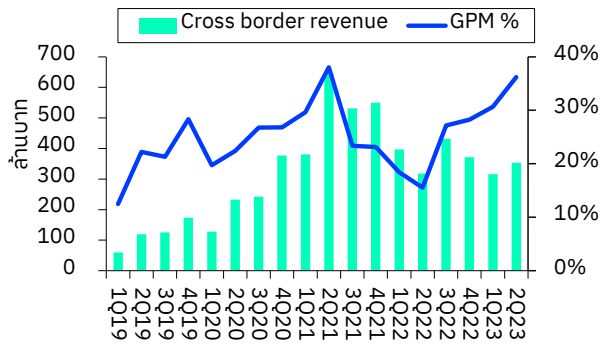
- (1) จากโมเมนตัมรายไตรมาส 1 และ 2 ผนวกกับฤดูกาลส่งออกที่กำลังจะมา และสัญญาณ restocking จากฝั่งตะวันตก เราเชื่อว่ารายได้ใน 2H23 จะมากกว่า 1H23 รว 29.3% เป็น 2.59 พัน ล.บ.
- (2) ด้วยการจัดการที่ดี อัตรากำไรขิ้นต้น 1H23 สูงกว่าปีก่อนถึง 310bps แต่ด้วยต้นทุนน้ำมันเริ่มยิ้นสูงอีกครั้ง ทำให้อัตรากำไรของ Cross border อาจถูกรบกวนได้อีกครั้ง เราจึงให้สมมติฐานอัตรากำไรขิ้นต้นรวมอย่างระมัดระวังที่ 18.3% ปีนี้ สูงกว่าปีก่อน 50bps
- (3) บริษัทยังไม่ขายหุ้นทุนซื้อคืนในปี 2023-2024 เนื่องจากราคาหุ้นในกระดานต่ำกว่าต้นทุนที่ซื้อ (9.14 บาท/ หุ้น)

รูปที่ 11 : กำไรรายไตรมาส และ พัฒนาการของ GPM



ที่มา : Company report & LIB Research est.

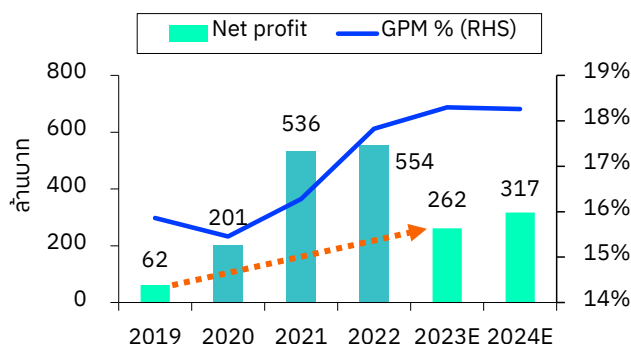
รูปที่ 12 : พัฒนาการของ Cross border



ที่มา : Company report & LIB Research est.

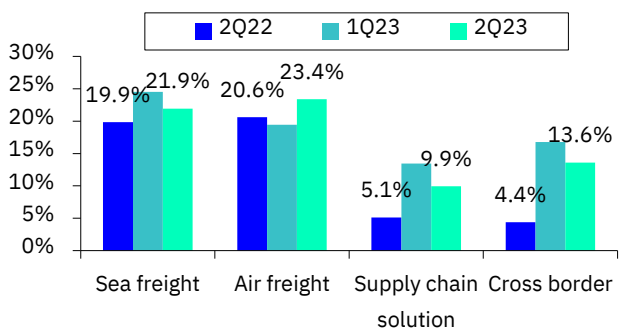
จากแนวคิดข้างต้น เราคาดปี 2023 บริษัทจะมีรายได้ 4.6 พัน ล.บ. หดตัวจากฐานสูงปีก่อน -35.2% y-y ขณะที่กำไรสุทธิคาดที่ 262 ล.บ. หดตัวจากฐานสูงเช่นกัน -52.8% y-y แต่หากไม่นับรวมช่วง Covid-19 (2020-2022) จะพบว่ากำไรขยายตัวถึง +320.4% จากปี 2019

รูปที่ 13 : คาดการณ์ผลการดำเนินงานปี 2023-24

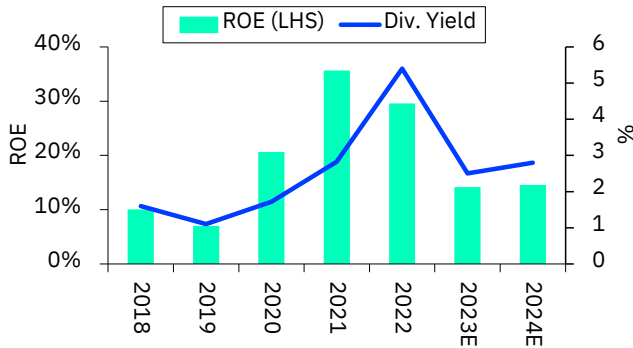


ที่มา : Company report & LIB Research est.

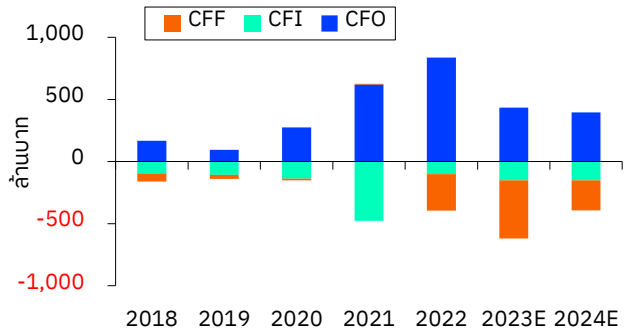
รูปที่ 14 : อัตรากำไรขิ้นต้นสูงกว่าปีก่อนทุกบริการ



ที่มา : Company report & LIB Research est.

**รูปที่ 15 : ROE และ Dividend Yield**


ที่มา : Company report &amp; LIB Research est.

**รูปที่ 16 : กระแสเงินสด**


ที่มา : Company report &amp; LIB Research est.

**รูปที่ 17 : สมมติฐานสำคัญ**

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>Revenue breakdown</b>						
Sea Freight	650	656	3,730	3,758	1,127	1,287
Air Freight	813	2,127	1,785	1,616	1,311	1,492
Supply chain solution	354	342	402	417	661	959
Cross border	479	979	2,109	1,534	1,500	1,650
<b>Total revenue</b>	<b>2,296</b>	<b>4,104</b>	<b>8,026</b>	<b>7,325</b>	<b>4,599</b>	<b>5,387</b>
<b>Portion</b>						
Sea Freight	28.3%	16.0%	46.5%	51.3%	24.5%	23.9%
Air Freight	35.4%	51.8%	22.2%	22.1%	28.5%	27.7%
Supply chain solution	15.4%	8.3%	5.0%	5.7%	14.4%	17.8%
Cross border	20.9%	23.9%	26.3%	20.9%	32.6%	30.6%
<b>% growth</b>						
Sea Freight	3.0%	0.8%	468.9%	0.8%	-70.0%	14.1%
Air Freight	-5.8%	161.6%	-16.1%	-9.5%	-18.9%	13.8%
Supply chain solution	-1.0%	-3.4%	17.8%	3.6%	58.6%	45.0%
Cross border	826.7%	104.6%	115.3%	-27.3%	-2.2%	10.0%
Gross Profit margin (%)	15.9%	15.5%	16.3%	17.8%	18.3%	18.3%
Warehouse service area (sq.m.)	n.a.	10,000	24,000	31,800	77,800	112,800
SG&A to Revenue	13.1%	7.3%	6.5%	7.4%	10.0%	10.0%
NPM (%)	2.8%	5.0%	7.0%	7.8%	5.7%	5.9%
D/E	0.8	1.1	1.3	0.8	0.5	0.4
ROE	7.0%	20.6%	35.7%	29.6%	14.2%	15.6%

ที่มา : LIB Research est.



### ความเสี่ยงสำคัญ :

- บริษัทเผยแพร่รายได้ 1 ใน 3 จะมาจากกิจกรรมการขนส่งเกี่ยวเนื่องกับประเทศจีน อีกทั้งบริษัทยังมีสาขาใน 4 มณฑล ดังนั้นหากเศรษฐกิจจีนมีปัญหาอย่างมีนัยสำคัญ ก็จะส่งผลกระทบต่อกิจกรรมนำเข้า/ส่งออกที่เกี่ยวข้องได้
- บริษัทซื้อหุ้นคืนมา 10.9 ล้านหุ้น และสามารถเลือกขายในกระดานได้ตั้งแต่วันที่ ตุลาคม 2023 ดังนั้นหากบริษัทเลือกวิธีขายในกระดานนี้(แทนที่จะลดทุนในอีก 3 ปีข้างหน้า) ก็อาจทำให้ราคาหุ้นในกระดานถูกดันได้
- ปรากฏการณ์เอลนีโญ อาจส่งผลให้ปริมาณส่งออกสินค้าเกษตรของไทยต่ำกว่าคาดได้ อย่างไรก็ดี สินค้าส่วนใหญ่ที่บริษัทให้บริการจะเป็น ชิ้นส่วนยานยนต์ เครื่องใช้ไฟฟ้า สินค้าแฟชั่น เพอร์เนเจอร์ ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ และ แผงโซลาร์เซลล์
- รายได้ที่แตกต่างจากประมาณการ 1% จะมีผลต่อกำไร และราคาเหมาะสมราว 13%

รูปที่ 18 : ความอ่อนไหวของกำไรสุทธิ ราคาเหมาะสม เทียบกับ รายได้ที่เปลี่ยนไป 1% จากประมาณการ

รายได้รวม 23E	กำไรสุทธิ 23E	ราคาเหมาะสม 23E
4,737	375	13.74
4,691	337	12.36
4,645	299	10.98
<b>4,599</b>	<b>262</b>	<b>9.59</b>
4,553	224	8.21
4,507	186	6.83
4,461	149	5.44

ที่มา : LIB Research est.

**งบกำไรขาดทุน**

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
รายได้	7,637	7,103	4,599	5,387
ต้นทุนขาย	6,393	5,836	3,757	4,404
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>1,243</b>	<b>1,266</b>	<b>842</b>	<b>984</b>
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	495	527	460	539
<b>EBITDA</b>	<b>821</b>	<b>849</b>	<b>506</b>	<b>584</b>
รายได้อื่น	33	32	34	36
ส่วนแบ่งกำไร/กิจกรรมร่วมค้า	1	1	0	0
<b>กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย</b>	<b>748</b>	<b>739</b>	<b>382</b>	<b>445</b>
ดอกเบี้ยจ่าย	(15)	(20)	(14)	(4)
<b>กำไรก่อนภาษี</b>	<b>766</b>	<b>752</b>	<b>402</b>	<b>478</b>
ภาษีจ่าย	147	159	72	86
<b>กำไรหลังภาษี</b>	<b>619</b>	<b>593</b>	<b>330</b>	<b>392</b>
รายการพิเศษ	1	2	0	0
<b>กำไรก่อนผู้ถือหุ้นส่วนน้อย</b>	<b>450</b>	<b>513</b>	<b>194</b>	<b>243</b>
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(85)	(41)	(68)	(75)
<b>กำไร (ขาดทุน), ตามรายงาน</b>	<b>536</b>	<b>554</b>	<b>262</b>	<b>317</b>
<b>กำไร (ขาดทุน) ปกติ</b>	<b>534</b>	<b>552</b>	<b>262</b>	<b>317</b>

**ข้อมูลต่อหุ้น**

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., (บาท)	2021	2022	2023E	2024E
กำไร(ขาดทุน) ต่อหุ้น, ตามรายงาน (EPS)	0.82	0.85	0.41	0.49
กำไร(ขาดทุน) ปกติต่อหุ้น (Core EPS)	0.82	0.85	0.41	0.49
เงินปันผลต่อหุ้น (DPS)	0.23	0.44	0.20	0.25
มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVPS)	2.30	2.87	2.88	3.17

**งบแสดงฐานะการเงิน**

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
เงินสด	429	852	667	678
เงินลงทุนระยะสั้น	0	0	0	0
ลูกหนี้การค้า	1,667	1,069	657	770
สินค้าคงคลัง	0	0	0	0
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	476	417	438	460
<b>สินทรัพย์หมุนเวียนรวม</b>	<b>2,572</b>	<b>2,339</b>	<b>1,763</b>	<b>1,908</b>
ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์	450	502	528	539
สินทรัพย์ไม่มีตัวตน	377	449	449	449
เงินลงทุน.ร่วม/กิจกรรมร่วมค้า	3	3	3	3
เงินลงทุนระยะยาว	0	0	0	0
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	94	39	41	43
<b>สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนรวม</b>	<b>923</b>	<b>993</b>	<b>1,021</b>	<b>1,034</b>
<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>3,495</b>	<b>3,332</b>	<b>2,784</b>	<b>2,942</b>
เงินกู้ระยะสั้น	8	50	0	0
เจ้าหนี้การค้า	1,280	813	470	550
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	336	310	290	172
<b>หนี้สินหมุนเวียนรวม</b>	<b>1,625</b>	<b>1,173</b>	<b>760</b>	<b>722</b>
เงินกู้ระยะยาว	201	119	1	1
หุ้นกู้	0	0	0	0
อื่นๆ	168	169	177	186
<b>หนี้สินรวม</b>	<b>1,993</b>	<b>1,461</b>	<b>937</b>	<b>909</b>
ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว	326	326	326	326
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	348	348	348	348
กำไรสะสม	680	1,084	1,059	1,245
ผู้มีส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม	0	0	0	0
<b>ส่วนผู้ถือหุ้นรวม</b>	<b>1,502</b>	<b>1,872</b>	<b>1,846</b>	<b>2,033</b>

ที่มา: ข้อมูลบริษัท, LIB Research est., \*อิงราคาปิดล่าสุด

**งบกระแสเงินสด**

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน				
กำไรก่อนภาษี	766	752	402	478
ค่าเสื่อมราคา	73	109	124	139
การเปลี่ยนแปลงทุนหมุนเวียน	(161)	131	68	(32)
เงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน	678	992	595	585
อื่นๆ	(57)	(154)	(160)	(181)
<b>เงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน</b>	<b>621</b>	<b>838</b>	<b>435</b>	<b>404</b>
กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน				
เงินสดรับจากการขาย(จ่าย)เงินลงทุน	(66)	(42)	(150)	(150)
<b>เงินสดสุทธิจากการลงทุน</b>	<b>(478)</b>	<b>(101)</b>	<b>(152)</b>	<b>(152)</b>
กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน				
ออกหุ้นสามัญ	0	0	0	0
เงินกู้สุทธิ หักการจ่ายคืนหนี้	122	(100)	(190)	(120)
เงินปันผล	(104)	(173)	(287)	(131)
<b>เงินสดสุทธิจากการจัดหาเงิน</b>	<b>4</b>	<b>(293)</b>	<b>(468)</b>	<b>(242)</b>
<b>เงินสดเปลี่ยนแปลงสุทธิ</b>	<b>148</b>	<b>443</b>	<b>(185)</b>	<b>10</b>
ผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยน	17	(19)	0	0
<b>เงินสด/เทียบเท่าเงินสดปลายงวด</b>	<b>429</b>	<b>852</b>	<b>667</b>	<b>678</b>

**อัตราส่วนทางการเงิน**

งบรวมสิ้นสุด ส.ค.	2021	2022	2023E	2024E
อัตรากำไรขั้นต้น (%)	16.3	17.8	18.3	18.3
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร ต่อยอดขาย (%)	6.5	7.4	10.0	10.0
อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (%)	9.8	10.4	8.3	8.3
อัตรากำไรปกติ (%)	7.0	7.8	5.7	5.9
อัตรากำไรสุทธิ (%)	7.0	7.8	5.7	5.9
ROE (%)	35.7	29.6	14.2	15.6
ROA (%)	15.3	16.6	9.4	10.8
วงจรเงินสด (วัน)	6.6	4.1	6.6	6.6
อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (x)	1.3	0.8	0.5	0.4
อัตราส่วนความสามารถการจ่ายดอกเบี้ย (x)	50.2	36.6	27.3	113.1
อัตรารายจ่ายเป็นเงินผล (%) *	2.8	5.4	2.5	3.0

**อัตรากำไรขั้นต้น**

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., %	2021	2022	2023E	2024E
รายได้	91.1	-7.0	-35.2	17.1
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	69.0	6.5	-12.7	17.1
EBITDA	112.7	3.3	-40.4	15.5
EBIT	130.4	-1.2	-48.4	16.6
กำไรปกติ	163.8	3.4	-52.6	21.2
กำไรสุทธิ	165.8	3.5	-52.8	21.2

**สมมติฐานสำคัญ**

งบรวมสิ้นสุด ส.ค.	2021	2022	2023E	2024E
Sea Freight	3,730	3,758	1,127	1,287
Air Freight	1,785	1,616	1,311	1,492
Supply chain solution	402	417	661	959
Cross border	2,109	1,534	1,500	1,650
Sea freight (TEU)	32,615	33,608	31,023	32,186
Air freight (Ton)	14,315	8,803	7,150	7,398
Warehouse service area (sq.m.)	24,000	31,800	77,800	112,800

## Disclosures & Disclaimer

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานฉบับนี้ นักลงทุนควรตระหนักเสมอว่า ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวผันผวน เพิ่มขึ้น และลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนการวิเคราะห์เชิงเทคนิค และทางปัจจัยพื้นฐาน อาจมีความแตกต่างกันได้ การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางพื้นฐาน อาจแตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงเทคนิค ซึ่งจะขึ้นกับปัจจัยทางด้านราคา(Price) และปริมาณการซื้อขาย(Volume) ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานซึ่งประเมินมาจากการคาดการณ์ผลการดำเนินงานบริษัท ดังนั้น ผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ ขณะที่ผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่อ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีความน่าเชื่อถือ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก บล.ลิเบอเรเตอร์ ดังนั้นผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบร้อยสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง บล.ลิเบอเรเตอร์ และ เจ้าหน้าที่, กรรมการ, และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรง หรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล, ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

ในบทวิเคราะห์นี้ อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ด้วยการใช้อำนาจ เช่น “คาดว่า” “เชื่อว่า” “คาดการณ์ว่า” “มีแนวโน้มว่า” “มีแผนว่า” “ประมาณการ” หรือ อาจมีการอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ “อาจ” เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ “เป็นไปได้” ที่จะเกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้าดังกล่าวนี้ จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังมีขึ้นอยู่ด้วยความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุน โดยหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป บล.ลิเบอเรเตอร์ ไม่ถือเป็นภาระผูกพันในการปรับประมาณการ หากจะมีข้อมูลใหม่ หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดเกิดขึ้น

บล.ลิเบอเรเตอร์ รวมถึงเจ้าหน้าที่, กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ที่ออกหลักทรัพย์นี้ นอกจากนี้ ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ บล.ลิเบอเรเตอร์ มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ, เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ บล.ลิเบอเรเตอร์ ท่านหนึ่งท่านใด หรือมากกว่าหนึ่งท่าน สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ ถูกทำขึ้นเพื่อลูกค้าของ บล.ลิเบอเรเตอร์ และห้ามนำไปแก้ไข ดัดแปลง แจกจ่าย และจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะเป็นส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก บล.ลิเบอเรเตอร์ เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ บล.ลิเบอเรเตอร์ จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ได้ห้ามไว้ดังกล่าว

นิยาม : บล.ลิเบอเรเตอร์ กำหนดคำแนะนำการลงทุนด้วยการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานไว้ 3 ระดับ ดังต่อไปนี้

- ซื้อ (BUY) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาหุ้นในปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) มากกว่า 10%
- ถือ (HOLD) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาในหุ้นปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) ระหว่าง -10% ถึง +10%
- ขาย (SELL) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาในหุ้นปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) ตดลบมากกว่า 10% ขึ้นไป

โดยคำแนะนำด้วยการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานนี้ อาจ “เหมือน” หรือ “แตกต่าง” กับคำแนะนำทางเทคนิครายวัน หรือคำแนะนำในเชิงกลยุทธ์ได้ นักลงทุนควรพิจารณาคำแนะนำในบทวิเคราะห์อย่างรอบคอบร่วมกับ ลักษณะพฤติกรรมกรรมการลงทุน และความสามารถในการรับความเสี่ยงได้ของนักลงทุน ก่อนตัดสินใจลงทุน



