



## ราคาหุ้นเกินมูลค่าพื้นฐาน

แม้เราคงมองที่ติดต่อการเติบโตของ KEX โดยมีแรงหนุนจากตลาดอีคอมเมิร์ซและการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ คาดการณ์กำไรปี 64 เติบโต 21% YoY จากปริมาณการจัดส่งพัสดุที่เพิ่มขึ้น และประเมินราคาเหมาะสมใหม่เท่ากับ 52 บาท แต่มองว่าราคาหุ้นปัจจุบันเกินมูลค่าพื้นฐานไปแล้ว

## ชอบแนวโน้มการเติบโตระยะยาว

เราชอบแนวโน้มการเติบโตในระยะยาวของ KEX ซึ่งมีปัจจัยหนุนจากการขยายตัวของตลาด e-commerce ซึ่งในไทยยังมีโอกาสเติบโตได้อีกมาก (ยอดค้าปลีกออนไลน์ของไทยอยู่ที่เพียง 3.7% ของยอดค้าปลีกรวม) แม้ว่าปัจจุบันจะมีผู้ให้บริการขนส่งพัสดุเข้ามาแข่งขันเพิ่มขึ้น แต่เราเชื่อว่าด้วยความได้เปรียบด้านเครือข่าย ทรัพยากรและแหล่งเงินทุน จะทำให้ KEX สามารถรักษาความสามารถทางการแข่งขันไว้ได้

## คาดการณ์กำไรปี 64 เติบโต 21% YoY จากกำลังซื้อฟื้นตัว

คาดการณ์กำไรปี 2564 เท่ากับ 1.7 พันล้านบาท เติบโต 21% YoY จากรายได้ที่เพิ่มขึ้น 12% YoY ด้วยสมมติฐานจำนวนพัสดุที่ 353 ล้านชิ้น เติบโต 20% YoY จากกำลังซื้อที่ฟื้นตัวหลังสถานการณ์โควิดคลี่คลาย อัตรากำไรขั้นต้นคาดดีขึ้นเล็กน้อยอยู่ที่ 16.7% จาก 16.2% ในปีก่อน ส่วนปี 2565 คาดกำไรเติบโตต่อเนื่อง 18% YoY

## ราคาปรับตัวขึ้นมากแล้ว แนะนำ Switch

ปรับราคาเหมาะสมปี 64 ใหม่ อิง DCF (WACC=7.4% Terminal Growth=3%) จากเดิม 34 บาท เป็น 52 บาท โดยปรับเพิ่มจำนวนปีที่ใช้ประเมินมูลค่าจากเดิม 5 ปี เป็น 10 ปี เพื่อสะท้อนมุมมองบวกต่อการเติบโตระยะยาวโดยเราเชื่อว่าจำนวนการส่งพัสดุจะรักษาการเติบโตในระดับสูงได้อีกราว 10 ปี ก่อนจะเข้าสู่ Steady state อย่างไรก็ตามราคาหุ้นได้ปรับตัวขึ้นมาจนเต็มมูลค่าแล้ว จึงแนะนำ Switch และรอจังหวะเข้าซื้อใหม่

### ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2562	2563	2564F	2565F	2566F
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	1,329	1,405	1,709	2,022	2,365
EPS (บาท)	5.54	0.81	0.98	1.16	1.36
PER (เท่า)	9.9	68.1	56.0	47.3	40.5
DPS (บาท)	3.00	0.44	0.39	0.46	0.54
Dividend Yield (%)	10.7%	1.6%	1.4%	1.7%	1.9%
PBV (เท่า)	21.82	4.49	4.10	3.72	3.36
ROA (%)	22.1%	7.3%	8.6%	9.5%	10.3%
ROE (%)	59.5%	13.0%	14.4%	15.5%	16.3%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

# KEX

แนะนำ:

Switch

**KERRY**  
EXPRESS

ราคาปัจจุบัน (บาท)	55.00
ราคาเป้าหมาย (บาท)	52.00
Upside (%)	-5.5%
Dividend Yield (%)	1.4%
Total Return (%)	-4.1%
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	95,700

### Technical Chart



### เปรียบเทียบประมาณการของ ASPS กับ IAA consensus

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2564F	0.98	0.99	-1%
2565F	1.16	1.18	-2%

ที่มา: ประมาณการโดย ASPS, IAA consensus

CG Score : - = ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR  
Anti-corruption Indic = na.

RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

ประสิทธิ์ รัตนกิจภมา, CISA, CFA

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน และด้านเทคนิค

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 025917

ศุภณัฐ จตุรภัทรไพบูลย์

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 110505

## ปรับ FV เป็น 52 บาท สะท้อนความแข็งแกร่งระยะยาว

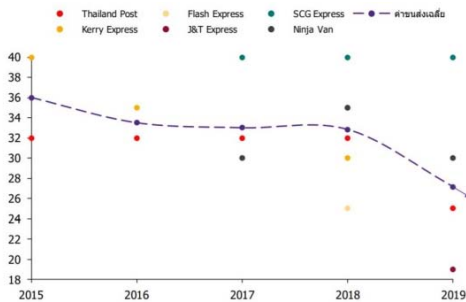
กำไร 4Q63 อยู่ที่ 375 ล้านบาท ลดลง 12% YoY แต่เพิ่มขึ้น 28% QoQ เนื่องจากรายได้ลดลง 18% YoY จากผลกระทบของการแพร่ระบาดโควิด-19 ส่งผลให้กำลังซื้อของผู้บริโภคหดตัวลง การซื้อสินค้าออนไลน์ในช่วงเทศกาล 11.11 และ 12.12 ได้รับการตอบรับที่ลดลง อัตรากำไรขั้นต้นลดลงเป็น 14.9% เทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อนที่ทำได้ 17.7%

สรุปภาพรวมปี 2563 KEX มีกำไรสุทธิ 1,405 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 5.8% YoY โดยรายได้อยู่ที่ 18,917 ล้านบาท ลดลง 4.4% YoY จากสถานการณ์โควิด-19 ที่ยืดเยื้อในช่วงครึ่งปีหลัง ส่งผลให้กำลังซื้อชะลอตัว และกลยุทธ์การปรับลดราคาเชิงรุก ด้านอัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ 16.2% เพิ่มขึ้นจาก 15.6% ในปีก่อน จากความประหยัดต่อขนาดอันเนื่องมาจากปริมาณการจัดส่งพัสดุที่เพิ่มขึ้น 7.3% YoY ช่วยประหยัดต้นทุนด้านพนักงาน ค่าน้ำมัน การบริหารเส้นทางการจัดส่ง และการจัดการยานพาหนะ

ฝ่ายวิจัยคาดการณ์กำไรปี 2564 เท่ากับ 1.7 พันล้านบาท เติบโต 21% YoY มีปัจจัยหนุนหลักจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจหลังสถานการณ์โควิดคลี่คลายลงไปบ้าง ส่งผลให้เกิดกำลังใช้จ่ายซื้อสินค้าช่องทางออนไลน์เพิ่มมากขึ้น โดยคาดการณ์รายได้รวมเพิ่มขึ้น 12% YoY ด้วยสมมติฐานจำนวนพัสดุที่ 353 ล้านชิ้น เติบโต 20% YoY และราคาต่อหน่วยเท่ากับ 60 บาท/ชิ้น ลดลง 6.6% YoY ตามกลยุทธ์ของบริษัทที่ต้องการรักษาความสามารถในการแข่งขันเมื่อเทียบกับคู่แข่ง ด้านอัตรากำไรขั้นต้นคาดดีขึ้นเล็กน้อยอยู่ที่ 16.7% จาก 16.2% ในปีก่อน จากปริมาณการจัดส่งที่เพิ่มขึ้น ซึ่งส่งผลให้เกิดความประหยัดต่อขนาด

ทั้งนี้เรายังมีความกังวลเรื่องการแข่งขันในตลาดผู้ให้บริการจัดส่งพัสดุในประเทศไทยที่ค่อนข้างรุนแรงในปัจจุบัน แม้เราจะมองว่าในระยะยาวตลาดผู้ให้บริการจัดส่งพัสดุจะเหลือผู้เล่นน้อยรายที่อยู่รอดเนื่องจากถูกจำกัดด้วยราคาค่าส่งพัสดุที่ถูกลง ผู้เล่นที่มี Economy of scale ที่ใหญ่พอเท่านั้นที่จะมีกำไร แต่ระยะสั้น KEX ต้องเผชิญกับการแข่งขันทั้งด้านราคาและคุณภาพการบริการโดยมีคู่แข่งที่น่ากลัวคือ Flash express ในด้านราคาจะเห็นได้ว่าในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา KEX และผู้เล่นรายอื่นใช้กลยุทธ์ลดราคาค่าส่งเพื่อแย่งชิงส่วนแบ่งตลาดจัดส่งพัสดุที่มีแนวโน้มเติบโตได้อีกมหาศาล นอกจากผู้เล่นทุกรายต่างพัฒนาคุณภาพการให้บริการที่ดีขึ้นและอำนวยความสะดวกให้ผู้ใช้บริการมากขึ้น ตัวอย่างเช่น การส่งที่รวดเร็วในวันเดียว การบริการรับสินค้าถึงหน้าบ้าน ให้บริการจัดส่งตลอด 365 วัน เป็นต้น ดังนั้นการที่คู่แข่งสามารถให้บริการที่ทัดเทียมด้วยราคาที่แตกต่าง อาจเป็นปัจจัยที่ทำให้ผู้ใช้บริการตัดสินใจเลือกผู้ให้บริการรายอื่นได้ ซึ่งถือเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

อัตราค่าบริการขนส่งขั้นต่ำของผู้เล่นแต่ละราย

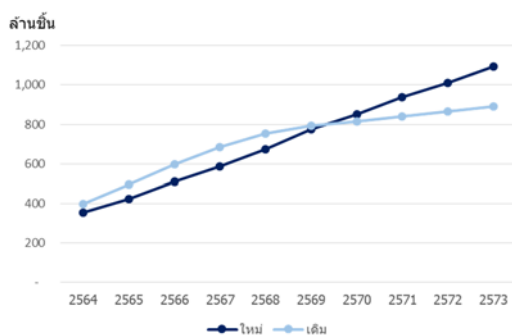


ที่มา: EIC

เราคงชอบแนวโน้มการเติบโตในระยะยาวของ KEX ซึ่งมีปัจจัยหนุนจากการขยายตัวของตลาด e-commerce ซึ่งในไทยยังมีโอกาสเติบโตได้อีกมาก (ยอดค้าปลีกออนไลน์ของไทยอยู่ที่เพียง 3.7% ของยอดค้าปลีกรวม) แม้ว่าปัจจุบันจะมีผู้ให้บริการขนส่งพัสดุเข้ามาแข่งขันเพิ่มขึ้น แต่เราเชื่อว่าด้วยความได้เปรียบด้านเครือข่าย ทรัพยากรและแหล่งเงินทุน จะทำให้ KEX สามารถรักษาความสามารถทางการแข่งขันไว้ได้

ปรับเพิ่มราคาเหมาะสมปี 64 ใหม่ อิง DCF (WACC=7.4% Terminal Growth=3%) จากเดิม 34 บาท เป็น 52 บาท โดยปรับเพิ่มจำนวนปีที่ใช้ประเมินมูลค่าด้วยวิธี DCF จากเดิม 5 ปี ตั้งแต่ปี 2564-2569 เป็น 10 ปี ตั้งแต่ปี 2564-2573 เพื่อสะท้อนมุมมองบวกต่อการเติบโตระยะยาวโดยเราเชื่อว่า KEX จะสามารถรักษาส่วนแบ่งตลาดและมีอัตราการเติบโตของจำนวนพัสดุที่จัดส่งในระดับสูงได้อีกราว 10 ปี ก่อนจะเข้าสู่ Steady state โดยให้สมมติฐานอัตราการเติบโต CAGR ของจำนวนพัสดุที่จัดส่งในปี 2564-2573 เท่ากับ 14% ก่อนจะเติบโตในอัตราคงที่ในอัตรา 3%

เปรียบเทียบสมมติฐานการเติบโตของพัสดุที่ส่ง ของเดิม VS ของใหม่



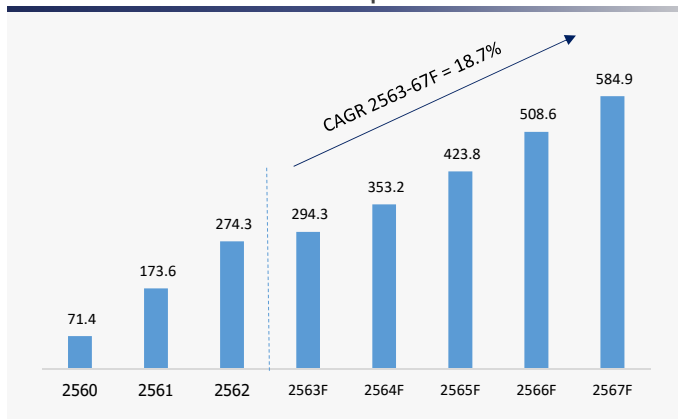
ราคาหุ้น KEX ปรับตัวขึ้นอย่างร้อนแรงตั้งแต่เข้าซื้อขาย IPO ที่ราคา 28 บาท ในวันที่ 24 ธ.ค.63 จนปัจจุบันมีราคาอยู่ที่ 54.25 บาท เทียบเท่า Forward PER 56 เท่า แม้เรายังคงมีมุมมองเชิงบวกต่อธุรกิจของ KEX แต่ราคาหุ้นที่ไม่มี Upside จึงลดคำแนะนำลงจาก ชื้อ ให้ Switch ไป JWD (FV@B11) ที่กำไรจะเติบโตไต่ระดับขึ้นทุกไตรมาสในปีนี้ และยังมี Upside มากกว่า 30%

ผลการดำเนินงานรายไตรมาสของ KEX

(ล้านบาท)	4Q62	1Q63	2Q63	3Q63	4Q63	%QoQ	%YoY	2562	2563	%YoY
รายได้รวม	5,126	4,814	5,386	4,489	4,228	-5.8%	-17.5%	19,782	18,917	-4.4%
ต้นทุนขายบริการ	4,222	3,948	4,497	3,805	3,600	-5.4%	-14.7%	16,704	15,850	-5.1%
กำไรขั้นต้น	905	866	889	683	628	-8.1%	-30.6%	3,078	3,067	-0.3%
รายได้อื่น	32	20	20	20	33	59.1%	3.2%	113	93	-17.5%
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	399	395	436	307	176	-42.6%	-55.9%	1,514	1,314	-13.2%
ดอกเบี้ยจ่าย	6	28	25	31	28	-9.3%	350.0%	24	112	365.5%
กำไรก่อนภาษี	531	463	448	366	457	24.8%	-14.0%	1,652	1,734	5.0%
ภาษีเงินได้	103	90	83	74	82	10.6%	-20.2%	324	329	1.7%
กำไรสุทธิ	428	373	365	292	375	28.4%	-12.5%	1,329	1,405	5.8%
EPS (บาท)	1.78	0.21	0.21	0.17	0.22	28.4%	-87.9%	0.03	0.81	2755.1%
Gross Margin (%)	17.7%	18.0%	16.5%	15.2%	14.9%			15.6%	16.2%	
Net Profit Margin (%)	8.4%	7.7%	6.8%	6.5%	8.9%			6.7%	7.4%	
Norm margin (%)	8.4%	7.7%	6.8%	6.5%	8.9%			6.7%	7.4%	
SG&A/Sales (%)	7.8%	8.2%	8.1%	6.8%	4.2%			0.6%	0.5%	

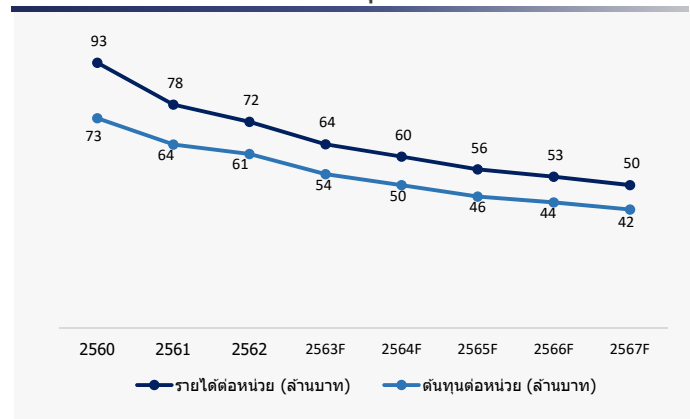
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

คาดการณ์จำนวนพัสดุที่ส่งปี 2563-67F



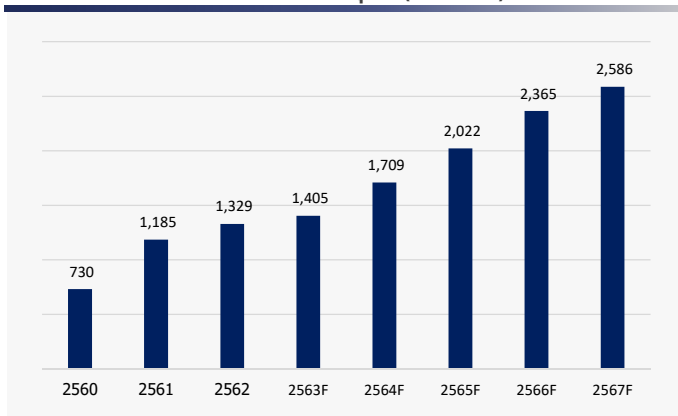
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

รายได้และต้นทุนต่อหน่วย



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

คาดการณ์กำไรสุทธิ (ล้านบาท)



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประเด็นความเสี่ยง

1. ความไม่แน่นอนของการแพร่ระบาด COVID-19
2. หากเศรษฐกิจฟื้นตัวช้ากว่าคาด อาจจะทำให้รายได้โฆษณาต่ำกว่าประมาณการของฝ่ายฯ
3. การเข้ามาของคู่แข่งรายใหม่

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2564-66 ของ KEX

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
ยอดขาย	18,917	21,192	23,523	26,956
ต้นทุนขาย	15,850	17,660	19,497	22,379
กำไรขั้นต้น	3,067	3,532	4,027	4,578
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	1,314	1,414	1,531	1,667
ดอกเบี้ยจ่าย	112	102	92	82
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-
รายได้อื่น	93	120	124	127
กำไร(ขาดทุน)สุทธิก่อนหักภาษี	1,734	2,136	2,528	2,956
(รายได้)ค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้	329	427	506	591
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	-	-	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
กำไร(ขาดทุน)สุทธิ	1,405	1,709	2,022	2,365
กำไร(ขาดทุน)จากการดำเนินงาน (Norm Profit)	1,405	1,709	2,022	2,365
EPS	0.81	0.98	1.16	1.36
การเติบโตของยอดขาย (YoY)	-4.4%	12.0%	11.0%	14.6%
การเติบโตของกำไรสุทธิ (YoY)	5.8%	21.6%	18.3%	17.0%
อัตรากำไรขั้นต้น	16.2%	16.7%	17.1%	17.0%
อัตรากำไรสุทธิ	7.4%	8.1%	8.6%	8.8%
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	1Q63	2Q63	3Q63	4Q63
ยอดขาย	4,814	5,386	4,489	4,228
ต้นทุนขาย	3,948	4,497	3,805	3,600
กำไร(ขาดทุน)ขั้นต้น	866	889	683	628
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	395	436	307	176
ดอกเบี้ยจ่าย	28	25	31	28
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-
รายได้อื่น	20	20	20	33
กำไร(ขาดทุน)สุทธิก่อนหักภาษี	463	448	366	457
(รายได้)ค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้	90	83	74	82
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	-	-	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
กำไร(ขาดทุน)สุทธิ	373	365	292	375
กำไร(ขาดทุน)จากการดำเนินงาน (Norm Profit)	373	365	292	375
EPS	1.55	0.25	0.20	0.26
การเติบโตของยอดขาย (QoQ)	-6.1%	11.9%	-16.7%	-5.8%
การเติบโตของกำไรสุทธิ (QoQ)	-13.0%	-2.0%	-20.1%	28.4%
อัตรากำไรขั้นต้น	18.0%	16.5%	15.2%	14.9%
อัตรากำไรสุทธิ	7.7%	6.8%	6.5%	8.9%
อัตราส่วนทางการเงิน				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	2.40	2.57	2.84	3.11
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า(เท่า)	12.90	12.50	12.50	12.50
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	11.77	11.90	11.84	11.86
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น(เท่า)	0.78	0.67	0.62	0.59
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	7.3%	8.6%	9.5%	10.3%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	13.0%	14.4%	15.5%	16.3%
Net Gearing (เท่า)	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2563-65 (ต่อ)

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
<i>สิ้นสุด 31 ธ.ค.</i>	2563	2564F	2565F	2566F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิ	1,405	1,709	2,022	2,365
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	2,356	2,435	2,543	2,651
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	-	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์และหนี้สินดำเนินงาน	(307)	(322)	(7)	(14)
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	3,457	3,822	4,558	5,002
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	-	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวรสุทธิ	(300)	(700)	(500)	(500)
อื่นๆ	(75)	-	-	-
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(375)	(700)	(500)	(500)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	(800)	-	-	-
อื่นๆ	7,168	(2,043)	(1,580)	(1,580)
ลด จ่ายปันผล	(1,646)	(683)	(809)	(946)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	5,706	(2,726)	(2,389)	(2,526)
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	8,787	396	1,669	1,976
งบดุล (ล้านบาท)				
<i>สิ้นสุด 31 ธ.ค.</i>	2563	2564F	2565F	2566F
เงินสดและเงินลงทุนชั่วคราว				
ลูกหนี้การค้า	1,467	1,695	1,882	2,157
สินค้าคงเหลือ	80	89	99	114
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	35	35	36	37
สินทรัพย์ถาวร	8,040	7,921	7,485	6,956
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	-	-	-	-
สินทรัพย์รวม	19,318	19,833	21,264	23,000
เจ้าหนี้การค้า				
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	1,347	1,483	1,647	1,887
เจ้าหนี้สถาบันการเงิน ระยะสั้น	2,551	2,360	2,407	2,475
เจ้าหนี้สถาบันการเงิน ระยะยาว	800	800	800	800
หนี้สินรวม	-	-	-	-
หนี้สินรวม	8,471	7,961	8,178	8,496
ทุนเรียกชำระแล้ว				
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	870	870	870	870
กำไรสะสม	8,111	8,111	8,111	8,111
ส่วนของผู้ถือหุ้น	1,744	2,769	3,983	5,401
ส่วนของผู้ถือหุ้น	10,847	11,873	13,086	14,505
รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	19,318	19,833	21,264	23,000
สมมติฐานในการประมาณการ				
<i>สิ้นสุด 31 ธ.ค.</i>	2563	2564F	2565F	2566F
รายได้ต่อหน่วยผลิต (บาท/ชิ้น)	64	60	56	53
ต้นทุนต่อหน่วยผลิต (บาท/ชิ้น)	54	50	46	44
จำนวนผลิตที่จัดส่ง (ล้านชิ้น)	294	353	424	509
%SG&A/Sales	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%
%Effective tax Rate	19.0%	20.0%	20.0%	20.0%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส