

LOXLEY (LOXLEY TB)

บมจ. ล็อกซ์เลย์

Current	Previous	Close	2020 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2018
BUY	-	1.82	2.20	+ 20.9%	N/A	4

Consolidated earnings				
BT (mn)	2017	2018	2019E	2020E
Normalized profit	-46	92	-23	281
Net profit	50	92	121	281
EPS (Bt) - norm	-0.02	0.04	-0.01	0.12
EPS (Bt)- reported	0.02	0.04	0.05	0.12
% growth y-y	nm	100.0	33.1	132.9
Dividend/share (Bt)	0.07	0.00	0.00	0.06
BV/share (Bt)	2.74	2.60	2.66	2.73
EV/EBITDA (x)	nm	70.4	495.7	43.6
PER (x) - norm	nm	45.5	nm	14.7
PER (x)	91.0	45.5	34.2	14.7
PBV (x)	0.7	0.7	0.7	0.7
Dividend yield (%)	3.8	0.0	0.0	3.4
ROE (%)	0.8	1.6	2.0	4.5
YE No. of shares (million)	2,522	2,302	2,265	2,265
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

Source: Company data, FSS estimates

Share data	
Sector	Commerce
Close (08/10/2019)	1.82
SET Index	1,612.17
Foreign limit/actual (%)	30.00/1.97
Paid up shares (million)	2,264.95
Free float (%)	65.15
Market cap (Bt m)	4,122.22
Avg daily T/O (Bt m) (2019 YTD)	7.53
hi, lo, avg (Bt) (2019 YTD)	2.48, 1.61, 2.17

Source: Setsmarts

Analyst: Jitra Amornthum

Register No.: 014530

Tel.: +662 646 9966

email: jitra.a@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

 Finasia Syrus Securities

 @finansia

 @fnsyrus

ปรับโครงสร้างธุรกิจ เน้นลดรายจ่าย คาดพลิกเป็นกำไรปีหน้า

โครงสร้างบริษัทที่มีขนาดใหญ่มากในอดีต เป็นอุปสรรคต่อการทำกำไร ในวันที่กำลังเปลี่ยนไป บริษัทจัดโครงสร้างธุรกิจ ลดความซ้ำซ้อนในการทำงานและ เน้นลดรายจ่าย ในขณะที่ตลาด SI ที่บริษัทอยู่ กำลังเติบโตจากการที่ทุกฝ่ายหัน มาให้ความสำคัญกับเทคโนโลยี ส่วนธุรกิจก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานก็เป็นความ จำเป็นของรัฐบาลที่ต้องผลักดันการลงทุน นอกจากนี้ เพื่อลดความผันผวนของ รายได้บางส่วนที่ต้องพึ่งพางานประมูล บริษัทมีกลุ่มธุรกิจอาหารที่สร้างรายได้ ต่อเนื่อง เราคาดว่าผลประกอบการจะค่อยๆฟื้นตัว หากไม่มีกำไรพิเศษจากการ ขายเงินลงทุนในปีนี้ คาดว่า จะยังขาดทุนปกติเล็กน้อย 23 ล้านบาทก่อนจะ กลับมาทำกำไรได้ 281 ล้านบาทในปีหน้า ประเมินราคาเป้าหมายปี 2020 ที่ 2.20 บาท (PE 17 เท่า) แนะนำซื้อ

ปรับโครงสร้างธุรกิจ เน้นลดรายจ่าย โฟกัสการทำกำไร

LOXLEY ประกอบกิจการมานานถึง 80 ปีโดยก่อตั้งเมื่อต้นปี 1939 เริ่มจากการส่งออก สินค้าทางการเกษตร และขยายธุรกิจมาอย่างต่อเนื่องจนมีธุรกิจหลากหลาย มีบริษัทใน เครื่องกว่า 100 แห่งทั้งที่สร้างกำไรและมีผลขาดทุน บริษัทผ่านการปรับโครงสร้าง องค์กรหลายครั้ง ล่าสุดในปี 2018 บริษัทปรับโครงสร้างธุรกิจให้มีความทันสมัยขึ้น ให้ ความสำคัญกับบริษัทที่มีศักยภาพสูง รวมสายงานที่ใกล้เคียงกันมาอยู่ด้วยกัน ลด ขั้นตอนการทำงานและลดค่าใช้จ่ายที่ซ้ำซ้อน ปัจจุบันมี 5 กลุ่มธุรกิจ รายได้ราว 24% มาจากธุรกิจเทคโนโลยีสารสนเทศ อีก 26% มาจากธุรกิจอาหารและการจัดจำหน่าย ธุรกิจ Network Solutions 19% ธุรกิจ Services 19% ธุรกิจพลังงาน 8%

อยู่ในอุตสาหกรรมที่กำลังเติบโตทั้งไอทีและงานก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐาน

โครงสร้างในอดีตที่มีขนาดใหญ่มาก แม้มีรายได้ 1.3-1.4 หมื่นล้านบาทต่อปี แต่ผลการ ดำเนินงานก่อนดอกเบี้ยและภาษี กลับขาดทุน กระแสเงินสดส่วนใหญ่มาจากเงินปันผล ของบริษัทร่วม แต่หลังจากที่บริษัทปรับโครงสร้างธุรกิจ เน้นลดค่าใช้จ่ายในการขายและ บริหารโดยตั้งเป้าไว้ไม่เกิน 2.2 พันล้านบาทต่อปี ทำให้ผลประกอบการเริ่มดีขึ้นตั้งแต่ 2Q18 ยกเว้นใน 2Q19 ที่มีการตั้งสำรองค่าใช้จ่ายพนักงานเกษียณตามม.แรงงานใหม่ จึงทำให้มีผลขาดทุนสุทธิ 136 ล้านบาท แนวโน้มผลประกอบการของ LOXLEY จะ ค่อยๆดีขึ้น นอกจากคุมเข้มรายจ่ายแล้ว ตลาดของธุรกิจ SI กำลังเติบโตจากเปลี่ยน ต้ายเทคโนโลยีไปสู่ดิจิทัล ขณะที่ธุรกิจก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ของภาครัฐ ก็เป็นสิ่งจำเป็นในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจ เนื่องจากรายได้บางส่วนผันผวนเพราะพึ่งพา การ Bidding บริษัทจึงมีกลุ่มธุรกิจอาหารเป็นการสร้าง recurring income ให้บริษัทใน ระยะยาว



ปี 2019 มีกำไรพิเศษขายเงินลงทุน แต่ปี 2020 ธุรกิจหลักจะทำกำไรได้ดีขึ้น

ผลประกอบการงวด 1H19 ที่ขาดทุนสุทธิ 100.6 ล้านบาท ส่วนหนึ่งมาจากการเลื่อน รับรายได้บางโครงการมาเข้าใน 2H19 และมี Employee benefit 96 ล้านบาท หากตัด รายการดังกล่าวออก จะเป็นผลขาดทุนปกติ 4.6 ล้านบาท แนวโน้มรายได้จะฟื้นตัวใน 2H19 ด้วย Backlog ที่มี 1.2 หมื่นล้านบาท (58% รับใน 2H19) และเข้าร่วมประมูล งานอีกราว 3 หมื่นล้านบาท อัตรากำไรขั้นต้นในปีนี้อาจยังไม่สูงนัก เราคาด 13.2% จากงานประมูลบางโครงการที่มีอัตรากำไรต่ำเพราะแข่งขันสูง แต่เชื่อว่า จะค่อยๆดีขึ้น ในอนาคต เราคาดว่าในปีนี้ LOXLEY จะยังมีผลขาดทุนปกติ 23.4 ล้านบาท แต่กำไร พิเศษจากการขายหุ้น MTI ที่จะเข้ามาใน 4Q19 จะทำให้พลิกเป็นกำไรสุทธิ 120.6 ล้าน บาท ผลประกอบการปี 2020 จะฟื้นตัวได้ดีขึ้นทั้งรับรายได้จาก Backlog ที่มีอยู่เดิม และรายได้จากบริษัทร่วมทุนกับ AOT บริหารสนามบินทั้งหมดที่อยู่ภายใต้ AOT เรา คาดว่าปี 2020 บริษัทจะมีกำไรสุทธิ 281.0 ล้านบาท ประเมินมูลค่าหุ้นปี 2020 ที่ 2.20 บาท อิง PE 17 เท่า discount 10% จาก PE เฉลี่ยของบริษัทที่ทำธุรกิจใกล้เคียงกัน เพราะธุรกิจของ LOXLEY เพิ่งเริ่มฟื้น ความสามารถในการทำกำไรจึงต่ำกว่าบริษัท อื่น มูลค่าหุ้นดังกล่าวคิดเป็น Implied PBV 0.8 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 1 เท่า ราคาเป้าหมายของเราไม่ได้ aggressive เกินไป แนะนำซื้อ

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

ปรับโครงสร้างองค์กรครั้งใหญ่เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารกับ 5 กลุ่มธุรกิจที่ชัดเจน

LOXLEY ประกอบกิจการมานานถึง 80 ปีโดยก่อตั้งเมื่อต้นปี 1939 เริ่มจากการส่งออกสินค้าทางการเกษตร และขยายธุรกิจอย่างต่อเนื่องจนมีธุรกิจหลากหลาย มีบริษัทในเครือกว่า 100 แห่งทั้งที่สร้างกำไรและมีผลขาดทุน บริษัทได้ผ่านปรับโครงสร้างองค์กรหลายครั้ง ล่าสุดในปี 2018 บริษัทได้ปรับโครงสร้างธุรกิจให้มีความทันสมัยขึ้น ชัดเจนขึ้น ให้ความสำคัญกับบริษัทในกลุ่มที่มีศักยภาพสูง เป็นผู้นำในตลาด รวมสายงานที่ใกล้เคียงกันมาอยู่ด้วยกัน ซึ่งทำให้สามารถลดขั้นตอนการทำงานและลดค่าใช้จ่ายที่ซ้ำซ้อนได้ โดยสามารถแบ่งเป็น 5 กลุ่มธุรกิจ รวมเป็นบริษัทในเครือ 56 แห่ง ดังนี้

Information Technology ("IT")	Food Services & Distribution ("FSD")	Energy	Network Solutions ("NS")	Services
<ul style="list-style-type: none"> Banking & Financial Solution: ATMs EDC SI, HW/SW Solutions: Application development, Outsourcing service, MA Computer Network & System 	<ul style="list-style-type: none"> Consumer Products: Cook, Greennut, GoodTime, Abevia, Trachang etc. Chemicals Inter Trade: <ul style="list-style-type: none"> China: Rice: Sinopec Myanmar: Castrol HoReCa: <ul style="list-style-type: none"> Products: imported from Japan with exclusive license 	<ul style="list-style-type: none"> TDS: Transmission line, Power distribution, Power substation Renewable Energy: Solar roof EPC Electric Vehicles: E-tuktuk, E-bus Environment: water supply system, mobile plants 	<ul style="list-style-type: none"> Telecom Network: DWDM Broadcasting: equipment for DTV & Digital radio Security Intelligence Network: CCTV, BHS Construction: Lysaght roof & metal sheet, automatic parking system 	<ul style="list-style-type: none"> Total Security System: Airports, Airlines, Cargo, Private sector Property Management Service: Property management, Construction, RO water 

1. กลุ่มธุรกิจเทคโนโลยีสารสนเทศ (Information Technology) เน้นเป็น System Integrator ให้บริการเป็นที่ปรึกษา จัดหาอุปกรณ์ ติดตั้ง และบำรุงรักษา ตามความต้องการของลูกค้าซึ่งส่วนใหญ่เกี่ยวข้องกับระบบการเงิน เช่น ระบบเครื่องบริการอัตโนมัติ (Self-service Machine) เครื่องฝาก-ถอนเงินสำหรับ Teller ธนาคาร (Teller Cash Recycle) เครื่องรับสมุดเงินฝากอัตโนมัติ ระบบตอบรับอัตโนมัติ (IVR) เครื่องเปลี่ยนรหัสบัตรอัตโนมัติ (Pin pad) ระบบจ่ายเงินโดยสื่ออิเล็กทรอนิกส์พร้อมป้องกันการดักจับและปลอมแปลงข้อมูล (Electronic Data Capture: EDC) ระบบหักบัญชีเช็คระหว่างธนาคารโดยการแลกเปลี่ยนภาพเช็คแทนตัวเช็ค (ICAS) เป็นต้น ฐานลูกค้ามีทั้งภาครัฐและเอกชน
2. กลุ่มธุรกิจอาหารและการจัดจำหน่าย (Food Services & Distribution) เกี่ยวข้องกับสินค้า Consumer products กลุ่มเคมีภัณฑ์ (เครื่องสำอาง อาหารสัตว์ เซรามิก แก้ว สี หมึก พิมพ์ ยาง พลาสติก) เทรดดิ้งอาหารและขนมขบเคี้ยว รวมถึงข้าวหอมมะลิตราดอบัวทอง (แบรนด์ของ LOXLEY) เข้าสู่ตลาดจีนในช่องทางต่างๆ เช่น Modern Trade, Traditional Trade, ร้านสะดวกซื้อ Easy Joy ในบิ๊มน้ำมันไซโนเปค นอกเหนือจากตลาดจีน ยังส่งสินค้าอุปโภคบริโภคต่างๆ รวมถึงน้ำมันเครื่อง Castrol เข้าไปจำหน่ายในเมียนมาร์ สปป.ลาว รวมไปถึงช่องทาง Online ด้วย และไม่นานมานี้บริษัทได้รุกเข้าสู่ตลาด Horeca
3. กลุ่มธุรกิจพลังงาน (Energy) ให้บริการก่อสร้างครบวงจร (Engineering Procurement and Construction: EPC) ครอบคลุมตั้งแต่การดำเนินการด้านการบริหารโครงการ ออกแบบ จัดหาและติดตั้งอุปกรณ์ การก่อสร้างโยธา และการทดสอบ งานหลักของบริษัทเช่น งานก่อสร้างสายส่งไฟฟ้าแรงสูง งานก่อสร้างและปรับปรุงสถานีไฟฟ้าย่อย จัดหาและติดตั้งอุปกรณ์ระบบโครงข่ายไฟฟ้าอัจฉริยะ (Smart Grid) เป็นต้น
4. กลุ่มธุรกิจเน็ตเวิร์คโซลูชัน (Network Solutions) เป็นกลุ่มงานที่เกี่ยวข้องกับการ Bidding ในงานтелеคอมงาน Broadcast (วางระบบ ออกแบบ ติดตั้ง และก่อสร้างสถานีโทรทัศน์และวิทยุให้หน่วยงานราชการและเอกชน) งาน Security System Network
5. กลุ่มธุรกิจบริการ (Services) ให้บริการงานรักษาความปลอดภัยท่าอากาศยาน อากาศยาน คลังสินค้า อาคารสำนักงาน โรงแรม และอาคารสำนักงานต่างๆ และเข้าประมูลงานรับเหมาก่อสร้างอาคารบ้านพักอาศัยโครงการเคหะแห่งชาติ ก่อสร้างระบบประปาบาดาล เป็นต้น

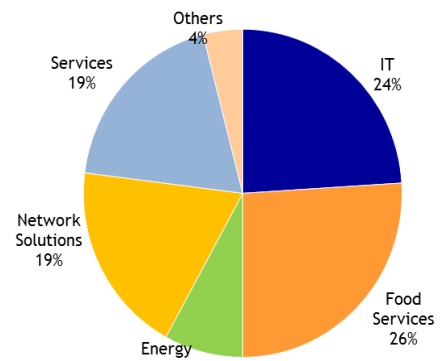
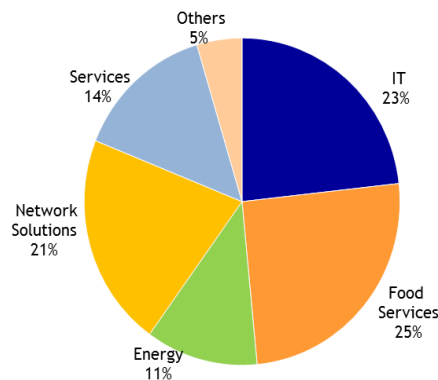
โครงสร้างรายได้

ภายหลังการปรับโครงสร้างธุรกิจในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาให้เป็นสายงานที่ชัดเจนมากขึ้น เห็นได้จากในงวด 1H19 รายได้จากธุรกิจเทคโนโลยีสารสนเทศคิดเป็น 24% ของรายได้รวม ธุรกิจอาหารและการจัดจำหน่ายมีสัดส่วน 26% รายได้จากธุรกิจ Network Solutions (งานประมูล Telecom, Broadcast, Public safety) คิดเป็น 19% ธุรกิจ Services (รักษาความปลอดภัยในสนามบิน) 19% ธุรกิจพลังงาน (สายส่งไฟฟ้าแรงสูงและสถานีไฟฟ้าย่อย) 8%

โครงสร้างในปัจจุบันมีการกระจายรายได้ที่ดีกว่าในอดีต ลดการพึ่งพิงภาครัฐซึ่งส่วนใหญ่เป็นงานประมูลทำให้รายได้มีความผันผวน (สัดส่วนรายได้ Network Solutions ลดลง) และเพิ่มรายได้ที่เป็น Recurring income (ธุรกิจอาหารและจัดจำหน่าย และธุรกิจ IT) ให้มากขึ้น

โครงสร้างรายได้ปี 2016-2018

โครงสร้างรายได้ 1H19



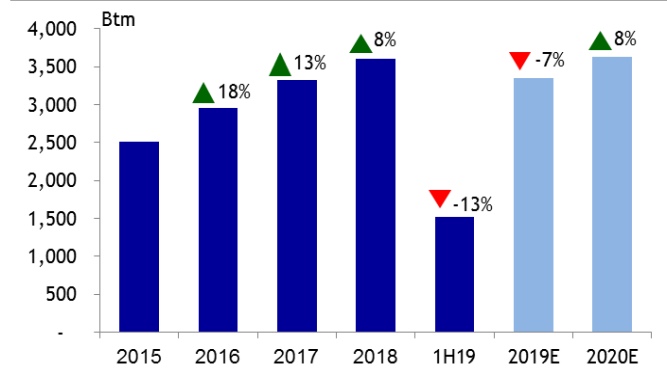
ที่มา: LOXLEY

ประเด็นการลงทุนและโอกาสการเติบโตในอนาคต

อนาคตธุรกิจ SI สดใสเพราะเป็นยุคของการเปลี่ยนถ่ายเทคโนโลยีไปสู่ดิจิทัล

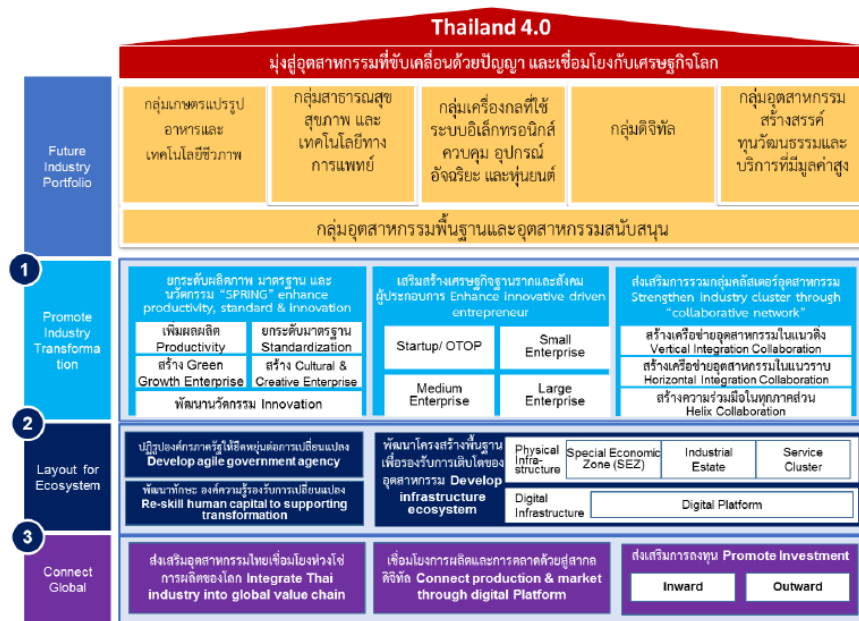
รายได้จากธุรกิจเทคโนโลยีสารสนเทศ (IT) ซึ่งเป็นหนึ่งในรายได้หลักของบริษัท เติบโตอย่างต่อเนื่องเฉลี่ย 13% ต่อปี CAGR ในช่วงปี 2016-18 จากการปรับแผนยุทธศาสตร์ให้สอดคล้องกับความต้องการของลูกค้าที่เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วตามเทคโนโลยีและบริษัทสามารถรักษารฐานลูกค้าเดิมได้เป็นอย่างดีเพราะมีความสัมพันธ์อันดีกันมายาวนาน รวมถึงขยายฐานลูกค้าจาก B2G มาเป็น B2B เน้นภาคเอกชนมากขึ้น แต่สำหรับรายได้ใน 1H19 ที่ลดลง 13% Y-Y เป็นผลจากการชะงักงันของโครงการต่างๆ ภายหลังการเลือกตั้งและยังไม่มีรัฐบาล แม้ว่าจะงานที่ส่งมอบในช่วง 2H19 จะเร่งตัวขึ้นแต่ก็คาดว่ารายได้ทั้งปีจะยังหดตัว 7% Y-Y อย่างไรก็ตาม บทบาทของ System Integrator จะมีความสำคัญมากขึ้นในอนาคต นอกเหนือจากที่รัฐบาลได้ประกาศนโยบายเศรษฐกิจดิจิทัลในปี 2016 เพื่อนำเทคโนโลยีมาใช้เพิ่มผลผลิต สร้างมูลค่าเพิ่มให้สินค้าและบริการต่างๆ ซึ่งทำให้แนวทางการพัฒนาประเทศและงบประมาณในด้านไอทีมีความชัดเจนและเพิ่มขึ้นแล้ว โครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐไม่ว่าจะเป็นรถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน รถไฟฟ้ารางคู่ รถไฟฟ้าสายสีต่างๆ รวมถึงการพัฒนาพื้นที่ใน EEC ย่อมทำให้ความต้องการด้านไอทีเพิ่มสูงขึ้น ด้านภาคเอกชนเองก็มีความต้องการมากขึ้นจากการเปลี่ยนถ่ายองค์กรให้เป็นองค์กรดิจิทัล เห็นได้ชัดเจนในภาคการเงินการธนาคาร ซึ่งเป็นหนึ่งในตลาดหลักของบริษัทที่ให้บริการ Teller cash recycle, EDC (เครื่องดักจับและปลอมแปลงข้อมูล), RCM (เครื่องฝาก-ถอนเงินอัตโนมัติ) อยู่แล้ว เป็นต้น เราคาดว่ารายได้จากธุรกิจนี้จะกลับมาขยายตัวปีละประมาณ 8% ตั้งแต่ปี 2020 สอดคล้องกับการเติบโตของอุตสาหกรรม

รายได้จากธุรกิจเทคโนโลยีสารสนเทศ



Source: LOXLEY, FSS Estimates

กรอบแนวคิดในการขับเคลื่อนอุตสาหกรรมไทยภายใต้โมเดล Thailand 4.0



Source: กระทรวงอุตสาหกรรม ตุลาคม 2559

กลุ่มเทคโนโลยีที่ช่วยขับเคลื่อนอุตสาหกรรม

Core Technology	10 Industry Clusters	Startup
<p>กลุ่มอาหาร เกษตร และ เทคโนโลยีชีวภาพ</p>	<p>การแปรรูป อาหาร การเกษตรและ เทคโนโลยีชีวภาพ และเคมีชีวภาพ</p>	<ul style="list-style-type: none"> Foodtech Agritech Biotech
<p>กลุ่มสาธารณสุข สุขภาพ และ เทคโนโลยีทางการแพทย์</p>	<p>การแพทย์ครบ วงจร</p>	<ul style="list-style-type: none"> Healthtech Meditech
<p>กลุ่มเครื่องมืออุปกรณ์อัจฉริยะ หุ่นยนต์ และระบบเครื่องกลที่ใช้ ระบบอิเล็กทรอนิกส์ควบคุม</p>	<p>หุ่นยนต์ (Robotics) ยานยนต์ สมัยใหม่ การบินและ โดรน</p>	<ul style="list-style-type: none"> Robotech
<p>กลุ่มดิจิทัล เทคโนโลยีอินเทอร์เน็ต เชื่อมต่ออุปกรณ์ ปัญญาประดิษฐ์ และเทคโนโลยีสมองฝังตัว</p>	<p>อิเล็กทรอนิกส์ อัจฉริยะ ดิจิทัล</p>	<ul style="list-style-type: none"> Fintech • E-Commerce Edtech • E-Marketplace IoT
<p>กลุ่มอุตสาหกรรมสร้างสรรค์ ทู่นวัตกรรมและ บริการที่มีมูลค่าสูง</p>	<p>ท่องเที่ยว</p>	<ul style="list-style-type: none"> Designtech Traveltech Lifestyle Business Service Enhancing

Source: กระทรวงอุตสาหกรรม ตุลาคม 2559

แม้กำลังซื้อในธุรกิจอาหารชะลอตัว แต่บางส่วนเป็นสินค้าจำเป็น เชื้อการรุกรานตลาด Horeca ช่วยได้

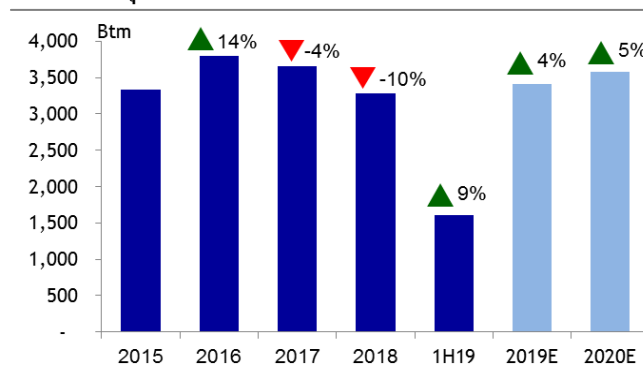
ในกลุ่มธุรกิจอาหารและจัดจำหน่าย LOXLEY เป็นผู้ผลิตและตัวแทนจำหน่ายสินค้าอุปโภคบริโภค รายได้ในแต่ละปีจึงแปรผันไปตามการบริโภคทั้งในและต่างประเทศ สินค้าหลักที่บริษัทเป็นตัวแทนจำหน่ายคือ น้ำมันพืชกึ่งกรองลงมาได้แก่ ถั่วลิสงเตากรอบตรากรีนหน้ น้ำปลาตราตราซั้ง ปลาซาร์ดีนกระป๋องตราซูมาโก เป็นต้น บริษัทเป็นผู้กระจายสินค้าให้กับแบรนด์ต่างๆ โดยอาศัยพันธมิตรร้านค้าที่มีอยู่กว่า 30,000 แห่งทั่วประเทศทั้งที่เป็นห้างสรรพสินค้าขนาดใหญ่จนถึงร้านโชห่วยขนาดเล็ก นอกจากนี้ บริษัทยังเป็นตัวแทนจำหน่ายสินค้าเคมีภัณฑ์ประกอบด้วยผงซักฟอก เครื่องสำอาง อาหาร อาหารสัตว์ เซรามิก แก้ว เป็นต้น รวมถึงได้นำสินค้าต่างๆ เช่น ข้าวหอมมะลิตราดอกบัวทองซึ่งเป็นแบรนด์ของ LOXLEY (OEM) เข้าไปจำหน่ายในตลาดเงินทั้งช่องทาง Traditional Trade และ Modern Trade

จากภาวะเศรษฐกิจทั้งในและต่างประเทศที่ชะลอตัว กระทบกำลังซื้อของผู้บริโภค แต่สินค้าบางประเภทเป็นสินค้าพื้นฐานที่จำเป็น ยังเติบโตได้และได้รับผลบวกจากนโยบายภาครัฐผ่านบัตรสวัสดิการแห่งรัฐ เป็นต้น

สำหรับการแข่งขันที่สูงและพฤติกรรมผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว นิยมความสะดวกสบายมากขึ้น LOXLEY นอกจากจะเป็นตัวแทนสินค้าแล้ว ยังจัดกิจกรรมการขาย วางแผนการตลาด ดูแลภาพลักษณ์สินค้า ทำให้บริษัทอยู่ในธุรกิจได้นาน และยังมีแผนจะพัฒนาสินค้าร่วมกับผู้ผลิต โดยมีเป้าหมายเป็น One stop service ให้กับลูกค้าเพื่อสร้างความแตกต่าง

ในช่วง 4 ปีที่ผ่านมา (ปี 2015 – 2018) ธุรกิจนี้สร้างรายได้ให้ปีละ 3.2 – 3.8 พันล้านบาท การลดลงของรายได้ในปี 2018 เกิดจากการหยุดขายสินค้านมหนองโพ (ลูกค้ามีการปรับแผนภายใน) สำหรับปี 2019 บริษัทตั้งเป้ารายได้ 3.2 – 3.4 พันล้านบาท โดยในช่วง 1H19 มีรายได้ 1.6 พันล้านบาท เรคาดว่ารายได้ทั้งปี 3.4 พันล้านบาท (+4% Y-Y) สามารถจะบรรลุได้ ทั้งจากธุรกิจเดิม เสริมด้วยการขยายสู่ตลาด Horeca ตั้งแต่กลางปี 2018 ที่ได้เข้าไปซื้อหุ้น 60% ในบริษัท สยามสมุทรวาริน ซึ่งทำธุรกิจนำเข้าและจำหน่ายอาหารแช่แข็งและอาหารแปรรูป สำหรับรายได้ในปี 2020-21 คาดกลับมาเติบโตเฉลี่ย 5% ต่อปี ไกลเคียงกับการขยายตัวของการบริโภคภาคเอกชน

รายได้จากธุรกิจอาหารและจัดจำหน่าย



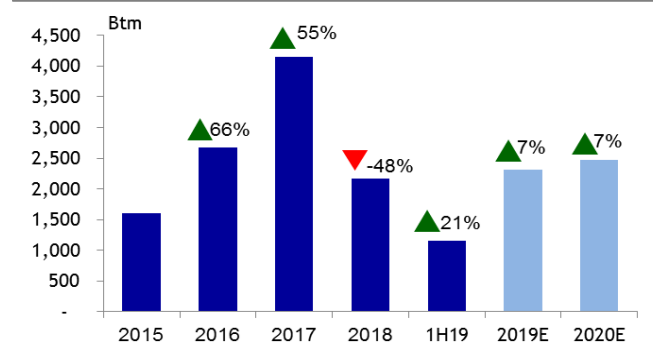
Source: LOXLEY, FSS Estimates

ธุรกิจ Network Solutions มี Backlog จำนวนมากและเข้าร่วมประมูลงานอีกกว่า 2 หมื่นล้านบาท

ธุรกิจสายนี้เกี่ยวข้องกับการก่อสร้างซึ่งอาศัยการ Bidding เป็นหลัก รายได้ที่เติบโตสูงเป็นพิเศษในปี 2017 แต่ลดลงในปี 2018 เพราะในปี 2017 บริษัทมีรายได้จาก Mega projects ราว 3 พันล้านบาทและส่งมอบงานได้ในปีดังกล่าว ในขณะที่ปี 2018 ได้รับงานแต่จะทยอยส่งมอบในปี 2019-20 เนื่องจากงานในกลุ่มนี้ต้องอาศัยการประมูลเป็นส่วนใหญ่ มีการแข่งขันสูง ทำให้รายได้มีความผันผวน แต่ปัจจุบันที่บริษัทมี Backlog กว่า 4.6 พันล้านบาท ซึ่งจะทยอยสร้างรายได้ใน 2 ปีข้างหน้า นอกจากนี้ บริษัทยังได้เข้าร่วมประมูลงานต่างๆ ต่อเนื่องอีกกว่า 2 หมื่นล้านบาท ข้อดีคืองานก่อสร้างของภาครัฐจากนี้เป็นต้นไปมีแนวโน้มว่าจะมีมากขึ้นตามการพัฒนาประเทศ โดยรพท.คาดว่า การลงทุนภาครัฐในปี 2020 จะขยายตัว 6.3% Y-Y เพิ่มสูงขึ้นจากปีนี้ที่ 2.5% Y-Y ทั้งนี้ โครงการที่บริษัทอยู่ระหว่างดำเนินการ เช่น ระบบรางรถไฟสายสีแดง (สถานีกลางบางซื่อและศูนย์ซ่อม

บำรุง) งานก่อสร้างหลังคารถไฟฟ้า งานก่อสร้างทางด่วนพระราม 3-ดาวคะนอง-วงแหวนรอบนอก เป็นต้น เรา คาดรายได้จากธุรกิจนี้จะเติบโตราว 7% ต่อปีในปี 2019-20 ตามการขยายตัวของเม็ดเงินการลงทุน Mega projects ของภาครัฐ

รายได้จากธุรกิจ Network Solutions



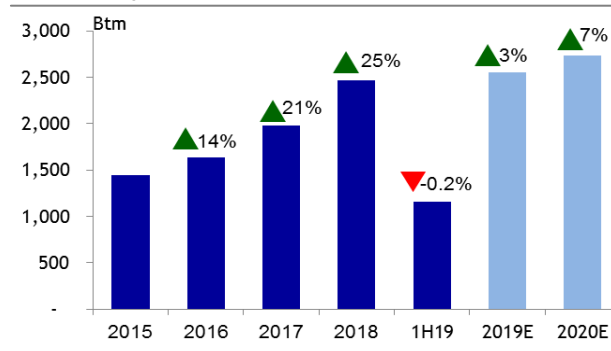
Source: LOXLEY, FSS Estimates

มีความเชี่ยวชาญในธุรกิจรักษาความปลอดภัยสนามบินและมีโอกาสในระยะยาวหลังจับมือกับ AOT

ในกลุ่มธุรกิจบริการ (Services) มีบริษัท ASM เป็นหัวหอกในการสร้างรายได้ (ราว 70% ของรายได้ในกลุ่ม Services) รวมถึงขับเคลื่อนต่อไปในอนาคต ASM เริ่มจากให้บริการรักษาความปลอดภัยในสนามบินสุวรรณภูมิเมื่อ 13 ปีที่ผ่านมา ปัจจุบันมีสนามบินที่ให้บริการ 7 สนามบิน (สุวรรณภูมิ อุตะภา ภูเก็ต สมุย อุบล อูตร นครพนม) และกว่า 20 สนามบิน (ตรวจคนที่สามารถขึ้นเครื่องบินได้ เช่น ผู้ทำความสะอาดเครื่องบิน, โหลดกระเป๋า, Cargo, Catering, Maintenance เป็นต้น) นอกจากนี้ ยังต่อยอดจากธุรกิจรักษาความปลอดภัย มาให้บริการทำความสะอาดตามบ้าน อาคารสำนักงาน คอนโด ซึ่งสอดคล้องกับเทรนด์ของคนในเมืองที่มีเวลาน้อย บริการนี้จึงเป็นที่นิยมมาก บริษัทมีแผนขยายพื้นที่ให้บริการไปที่เชียงใหม่ ภูเก็ต รวมถึงแถบ EEC รวมไปถึงบริการสำหรับผู้สูงอายุ (นักกายภาพดูแลผู้สูงอายุ) จุดแข็งของธุรกิจ ASM คือพนักงานที่ได้รับการฝึกและมีความเชี่ยวชาญตามมาตรฐานของ IATA และ EU ACC3 ไม่ใช่พนักงานทั่วไป และโอกาสที่เพิ่มขึ้นในอนาคต ตามการขยายตัวของสายการบินและสนามบิน และระบบไอทีและ call center 24 ชม. ที่ลูกค้าตามบ้านเรือนไว้ใจ

ในปี 2017-18 ASM มีรายได้ 1,570 ล้านบาทและ 1,708 ล้านบาท (+8.8% Y-Y) ตามลำดับ ปัจจุบันมี Backlog ราว 1.1 พันล้านบาทและมีงานมูลค่าอีกราว 800 ล้านบาทที่ผู้บริหารมั่นใจว่าจะได้รับเพิ่มเติมเพราะเป็นงานที่มีลักษณะต่อเนื่อง (Recurring income) อย่างไรก็ตาม ตั้งแต่ 4Q19 โครงสร้างรายได้ของ ASM จะเปลี่ยนไปหลังประกาศความร่วมมือกับ AOT จัดตั้งบริษัท รักษาความปลอดภัย ทำอากาศยานไทย จำกัด มี ASM ถือหุ้น 41.18% และ AOT ถือ 49% โดยรายได้ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจการบิน (Airport security) ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 55-57% ของรายได้รวมของ ASM จะโอนไปอยู่ภายใต้บริษัทใหม่และ ASM จะรับรู้เป็น ส่วนแบ่งกำไรตามสัดส่วนที่ถือ ถึงอย่างนั้นก็ตาม เราคาดว่ากำไรของ ASM จะไม่ลดลงแม้ว่าการเติบโตของ รายได้รวมจะชะลอลงกว่าเดิม (คาดการณ์ได้เติบโตเฉลี่ยปีละ 5-7% ในปี 2020-22 เทียบกับในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาที่เติบโตเฉลี่ย 20% ต่อปี) เพราะรายได้จากธุรกิจอื่นที่ไม่เกี่ยวข้องกับการบินซึ่งมีสัดส่วนราว 40-45% เช่น ธุรกิจ ทำความสะอาดที่อยู่อาศัยหรืออาคารสำนักงาน บริการดูแลผู้สูงอายุ งานซ่อมบำรุงอาคาร เป็นธุรกิจที่มีความ ต้องการสูง ในขณะที่การเติบโตของบริษัท รักษาความปลอดภัย ทำอากาศยานไทย จำกัด จะมาจากจำนวน สนามบินที่จะเพิ่มขึ้นในอนาคต เช่น สนามบินในภูมิภาคอีก 4 แห่ง (อุดร สกลนคร ตาก ชุมพร) ที่ AOT จะเข้าไปบริหาร เป็นต้น

รายได้จากธุรกิจบริการ



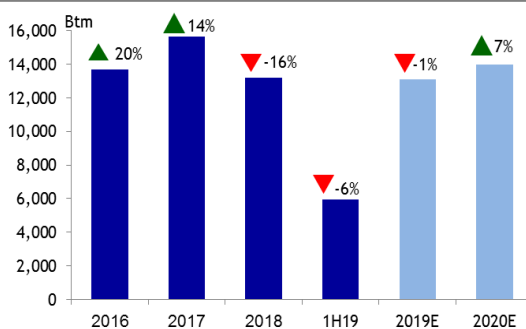
Source: LOXLEY, FSS Estimates

มีธุรกิจหลากหลายแต่อยู่ในทิศทางที่เติบโตเพราะเกี่ยวข้องกับด้านไอทีและการลงทุนภาครัฐ

LOXLEY มีธุรกิจที่หลากหลายและมีบริษัทในกลุ่มจำนวนมาก มีทั้งธุรกิจที่พึ่งพาการประมูลงานซึ่งทำให้รายได้มีความไม่แน่นอน โดยที่บริษัทตระหนักถึงข้อด้อยดังกล่าว จึงได้พยายามเพิ่มฐานรายได้ประจำ (Recurring income) มากขึ้น และยังคงที่ประเทศไทยอยู่ในช่วงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานสาธารณูปโภค ทำให้ตลาดนี้มีโอกาสเติบโต เช่นเดียวกับธุรกิจ SI ที่เกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนถ่ายเทคโนโลยีไปสู่ดิจิทัล รวมทั้งบริษัทมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับสินค้าอุปโภคบริโภคที่มีความจำเป็นและเติบโตตามการใช้จ่ายใช้สอยของผู้บริโภค ในอดีตปี 2011 – 2014 รายได้รวมของ LOXLEY อยู่ที่ระดับ 1.4 หมื่นล้านบาทต่อปี เติบโตเฉลี่ย 0.8% ต่อปี CAGR ปีที่แย่ที่สุดคือปี 2015 มีรายได้รวม 1.1 หมื่นล้านบาท (-21% Y-Y) เป็นผลจากการเมืองในประเทศ และทยอยฟื้นตัวหลังจากนั้น สำหรับปี 2018 ที่รายได้รวมลดลง 15.7 Y-Y มาจากธุรกิจอาหาร (หยุดจำหน่ายสินค้านมหนองโพ) ธุรกิจพลังงาน (บริษัทขายโรงไฟฟ้า L Solar 1 ให้กับ QTC) และธุรกิจ Network Solutions (มีงานขนาดใหญ่ที่ส่งมอบในปี 2017 จำนวนมากเป็นพิเศษและกลับมาเป็นปกติในปี 2018) สำหรับรายได้ในช่วง 1H19 ลดลง 6% Y-Y จากรายได้ธุรกิจโครงการที่ล่าช้าและเลื่อนมาเข้าใน 2H19 แทน

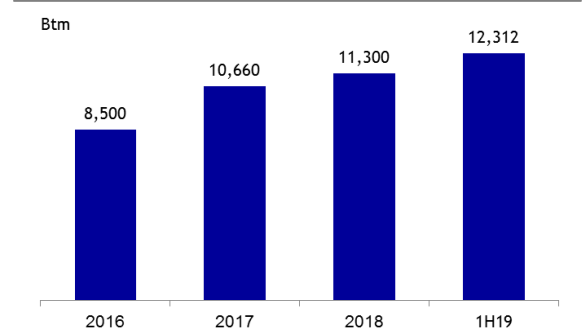
Backlog ณ สิ้น 2Q19 ของทั้งกลุ่มมีมูลค่ารวม 12,312 ล้านบาท ประมาณ 58% จะรับรู้เป็นรายได้ในช่วง 2H19 และบริษัทได้เข้าร่วมประมูลงานอีกราว 3 หมื่นล้านบาทซึ่งบริษัทมั่นใจว่ามีโอกาสชนะประมูลสูงเพราะหลายงานเป็นงานต่อเนื่องจากงานเดิมที่เคยทำ (ส่วนใหญ่เป็นงานในกลุ่ม Network Solutions) เราจึงคาดการณ์รายได้รวมในปี 2019 ที่ 13,101 ล้านบาท -0.7% Y-Y และคาดเติบโต 6.9% เป็น 14,000 ล้านบาทในปี 2020

รายได้รวมและอัตราการเติบโต



ที่มา: LOXLEY

Backlog



Backlog ณ สิ้น 2Q19



งาน High Potential ที่สำคัญ รวมมูลค่า 29,300 ลบ.

- ธุรกิจเทคโนโลยีสารสนเทศ - 2,823 ลบ.
- ธุรกิจพลังงาน - 3,425 ลบ.
- ธุรกิจเน็ตเวิร์คโซลูชัน - 22,360 ลบ.
- ธุรกิจบริการ - 700 ลบ.

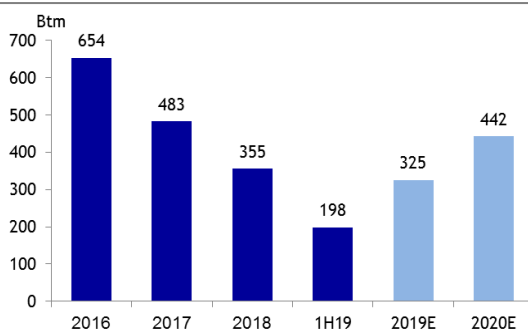
ที่มา: LOXLEY

คุมเข้มค่าใช้จ่าย เห็นผลอย่างค่อยเป็นค่อยไป

นับตั้งแต่ปี 2014 LOXLEY มีผลขาดทุนจากการดำเนินงานก่อนดอกเบี้ยและภาษีเฉลี่ย 1.5% - 2.2% ของรายได้รวม แม้ว่าบริษัทจะรักษาอัตรากำไรขั้นต้นได้ในระดับ 14% - 15% (บางปีต่ำกว่านี้ขึ้นกับความรุนแรงของการแข่งขันในการประมูลงาน) แต่ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (ส่วนใหญ่เป็นค่าใช้จ่ายพนักงาน) ที่สูง 17% - 20% ของรายได้ เป็นปัจจัยหลักที่ลดให้ผลการดำเนินงานเป็นขาดทุน ขณะที่กระแสเงินสดส่วนใหญ่มาจากเงินปันผลของบริษัทร่วม โดยในช่วงหลายปีที่ผ่านมา กำไรที่เกิดขึ้นมาจากการรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม บริษัทร่วมที่สำคัญได้แก่ บริษัท บลูสโคปสตีล จำกัด (LOXLEY ถือ 20%) และ บริษัท บีพี-คาสตรอล (ประเทศไทย) จำกัด (LOXLEY ถือ 40%) สาเหตุที่ส่วนแบ่งกำไรในปี 2017-18 ลดลงส่วนใหญ่เป็นผลมาจากธุรกิจหลักของ บจ.บลูสโคปสตีล แต่ปัจจุบันบลูสโคปอยู่ระหว่างเพิ่มกำลังการผลิตเพื่อเจาะตลาดใหม่ คาดเห็นผลชัดเจนต้นปี 2020 ขณะที่ บจ. บีพี-คาสตรอล สร้างกำไรได้ราวปีละ 1 พันล้านบาท เดิมโตราว 20% ต่อปี ค่อนข้างสม่ำเสมอ เราคาดว่า LOXLEY จะกลับมารับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมราวปีละ 400 - 500 ล้านบาทได้ในช่วงปี 2020-22

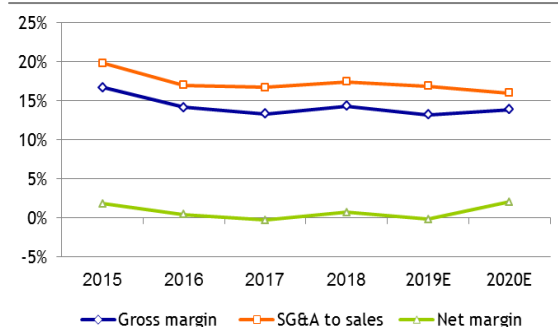
ในส่วนของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร บริษัทมีนโยบายคุมเข้มค่าใช้จ่ายโดยตั้งเป้าไว้ที่ 2.2 พันล้านบาทต่อปี หรือไม่เกิน 550 ล้านบาทต่อไตรมาส คิดเป็น 17% เทียบกับรายได้รวมในปีนี้ เราคาดว่าจะทยอยลดลงเป็น 16% ในปี 2020 และ 15.5% ในปี 2021 ซึ่งในช่วง 1H19 หากไม่รวมการตั้งสำรองผลประโยชน์พนักงานตามกฎหมายแรงงานใหม่ จะอยู่ที่ 990 ล้านบาท หรือเฉลี่ย 495 ล้านบาทต่อไตรมาส ทำได้ดีกว่าเป้า

ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุน



ที่มา: LOXLEY

Margins



ขายเงินลงทุนทำให้ปี 2019 พลิกเป็นกำไร แต่คาดกำไรก้าวกระโดดจากฐานต่ำในปีหน้า +138% Y-Y

สำหรับผลประกอบการใน 1H19 LOXLEY มีรายได้ 5,948 ล้านบาท -6% Y-Y มีอัตรากำไรขั้นต้น 13.3% ใกล้เคียงกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่ปรับขึ้นเป็น 18.3% ของรายได้ เพราะมีสำรองพนักงานเกษียณราว 96 ล้านบาท ซึ่งส่งผลให้งวด 1H19 มีผลขาดทุนสุทธิ 100 ล้านบาท แต่หากตัดรายการตั้งสำรองดังกล่าวออก ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารจะอยู่ในกรอบที่บริษัทวางไว้ และจะมีผลขาดทุนปกติ 4 ล้านบาทใน 1H19

เนื่องด้วย Backlog ที่ปัจจุบันมีอยู่ 1.2 หมื่นล้านบาท และเข้าร่วมประมูลงานอีกมาก ทำให้เราคาดรายได้ใน 2H19 จะฟื้นต่อเนื่องโดยคาดว่ารายได้รวมจะอยู่ที่ระดับ 1.4 – 1.6 หมื่นล้านบาทในช่วงปี 2020-22 แต่สำหรับปีนี้ที่งานบางส่วนมาจากงานโครงการภาครัฐซึ่งมีอัตรากำไรขั้นต้นไม่สูงนัก ทำให้คาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นในปี 2019 จะอยู่ที่ 13.2% และเพิ่มขึ้นอย่างช้าๆ เป็น 13.9% ในปี 2020 ก่อนจะปรับขึ้นไปสู่ระดับ 14.2% ในปี 2021 แม้ว่าบริษัทจะลดค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร แต่ก็คาดว่าในปี 2019 จะยังมีผลขาดทุนปกติ 23.4 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม บริษัทได้ขายเงินลงทุนใน MTI ที่ถืออยู่ทั้งหมด 5.42% (3.2 ล้านหุ้น) ของทุนจดทะเบียนในราคาหุ้นละ 88 บาทต่อหุ้น รวมเป็นเงิน 281.4 ล้านบาท คาดว่าจะบันทึกกำไรก่อนภาษีราว 240 ล้านบาทเข้ามาใน 4Q19 ส่งผลให้ผลประกอบการปี 2019 พลิกเป็นกำไรสุทธิ 120.6 ล้านบาท +31.0% Y-Y

สำหรับปี 2020 เราคาดการณ์รายได้ +6.9% Y-Y เป็น 14,000 ล้านบาท คาดอัตรากำไรขั้นต้นขยับขึ้นเป็น 13.9% (งานประมูลบางงานใน Backlog มีมาร์จิ้นที่ไม่สูงนัก) และคุมค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารได้ตามเป้า จึงคาดว่าจะสร้างกำไรสุทธิได้ 281 ล้านบาท +132.9% Y-Y คิดเป็น Net profit margin 2.0% ยังเป็นอัตรากำไรที่ค่อนข้างต่ำแต่คาดว่าจะค่อยๆขยับดีขึ้น 60-80bps ในปีถัดๆไป

ฐานะการเงินอยู่ในเกณฑ์ใช้ได้

สภาพคล่องทางการเงินอยู่ในเกณฑ์ใช้ได้ แม้ว่าจะมีภาระหนี้สินจำนวนมากแต่เป็นหนี้ที่มีภาระดอกเบี้ยเพียงครึ่งหนึ่ง อีกครึ่งหนึ่งเป็นเจ้าหนี้การค้าและเงินรับล่วงหน้าจากลูกค้า อัตราส่วน IBD/E ของ LOXLEY จึงอยู่ในระดับต่ำกว่า 1 เท่ามาตลอดในช่วง 6 ปีที่ผ่านมา ณ สิ้น 2Q19 IBD/E อยู่ที่ 0.7 เท่า ต่ำกว่า Debt covenant ของสถาบันการเงินที่กำหนดไว้ไม่เกิน 2.5 เท่าอยู่มาก หนี้ส่วนใหญ่เป็น Project finance เมื่อบริษัทได้รับโครงการใหม่ๆในปีที่ผ่านมา ภาระหนี้ของบริษัทจึงเพิ่มขึ้นชั่วคราวแต่ไม่มาเป็นกังวล ในขณะที่งบลงทุนของกลุ่มบริษัทเองในแต่ละปีมีจำนวนประมาณ 80-100 ล้านบาท เราคาดว่าจะคงอยู่ในระดับนี้ต่อไปอย่างน้อยในอีก 3 ปีข้างหน้าเพราะบริษัทไม่มีโครงการลงทุนขนาดใหญ่ใดๆ สำหรับต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยในปัจจุบันอยู่ที่ระดับ 3.5-4.0% ความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัทเป็นปกติ ทั้งนี้ เมื่อกลางเดือน ก.ย. 2019 TRIS คงอันดับเครดิตองค์กรที่ BBB+ และคงอันดับเครดิตหุ้นกู้มีการค้าประกันบางส่วนที่ A- ด้วยแนวโน้ม Stable

ห่วยออนไลน์...ยังไม่จบ

ประเด็นคดีห่วยออนไลน์ หลังจากศาลปกครองชั้นต้นพิพากษาให้สำนักงานสลากกินแบ่งรัฐบาลชำระเงิน 945.6 ล้านบาท พร้อมดอกเบี้ย 7.5% ต่อปี ของเงินต้นดังกล่าวนับจากวันฟ้อง (เม.ย. 2011) ให้แก่ LGT (Loxley GTECH บริษัทร่วมของ LOXLEY) แต่บริษัทได้ยื่นอุทธรณ์ขอให้ศาลปกครองสูงสุดพิจารณาให้สำนักงานสลากฯ ปฏิบัติตามสัญญาจ้าง LGT ต่อไปและชดเชยค่าเสียหาย 1.4 พันล้านบาทจากการไม่ปฏิบัติตามสัญญา แต่ถ้าสัญญาจ้างถูกยกเลิก ก็ขอให้ศาลปกครองสูงสุดพิพากษาให้สำนักงานสลากฯชดเชยค่าเสียหายให้แก่ LGT ตามค่าเสียหายที่เกิดขึ้นจริง (มูลฟ้อง 3.2 พันล้านบาท) ปัจจุบันกระบวนการอยู่ในชั้นศาลปกครองสูงสุด

ขณะที่รัฐบาลได้แก้ไข พ.ร.บ. สลากกินแบ่งรัฐบาล เปิดทางให้สำนักงานสลากจัดทำผลิตภัณฑ์สลากรูปแบบใหม่ ออกมาได้ และเมื่อวันที่ 31 ก.ค. 2019 บอร์ดกองสลากฯ ได้มีมติออกห่วย 12 นักชักร แต่ยังไม่มีการสรุป ทั้งนี้ หากมีข้อสรุปและกองสลากฯเปิดประมูลใหม่ในระหว่างที่คดียังไม่ถึงที่สุด อาจถือเป็นความเสี่ยงสำหรับกองสลากฯและผู้ชนะประมูลในอนาคต หรือเป็นไปได้ว่าหากกองสลากฯ ยึดสัญญาเดิมให้ LGT ทำต่อ เงินในส่วนแบ่งรายได้ควรจะต้องมาเจรจากันใหม่ ทั้งนี้ เราไม่ได้รวมประเด็นห่วยออนไลน์ในประมาณการ

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2020 ของ LOXLEY ได้เท่ากับ 2.20 บาท อิง PE 17 เท่า มาจากค่าเฉลี่ยของหุ้นที่ทำธุรกิจใกล้เคียงกัน เนื่องจากธุรกิจของ LOXLEY เกี่ยวข้องหลากหลายอุตสาหกรรมและไม่มีบริษัทใดในตลาดหลักทรัพย์ที่ทำธุรกิจเหมือน เราจึงเปรียบเทียบ PE กับหุ้นที่อยู่ในกลุ่ม SI และกลุ่มรับเหมา (ใกล้เคียงกับธุรกิจ Network Solutions ของบริษัท) แต่อัตราการทำกำไรของ LOXLEY ต่ำกว่าหลายบริษัท Target PE ของเราจึง discount จากค่าเฉลี่ยราว 10% ได้ 17 เท่าดังกล่าว

เปรียบเทียบอัตราส่วนกับธุรกิจอื่นในงวด 1H19

	Current PE	Gross margin (%)	Norm profit margin (%)	ROE (%)	D/E (X)
AIT	19.0	16.3	5.8	9.8	1.1
JTS	17.0	45.5	4.0	1.3	0.3
MFEC	17.0	19.6	4.2	-6.7	0.9
SAMART	17.0	18.5	3.3	-16.6	5.0
SAMTEL	20.5	12.9	4.4	12.4	1.7
CK	21.0	8.4	3.9	11.5	2.3
STEC	22.6	6.2	4.4	15.0	2.9
Average	19.2	18.2	4.3	3.8	2.0
LOXLEY		13.3	-0.1	0.4	1.5

Source: SET, Company Data, Bloomberg, FSS Research

ปัจจัยเสี่ยง

ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายของภาครัฐ

รายได้ของบริษัทในสาย IT เกี่ยวข้องกับงบประมาณการใช้จ่ายของภาครัฐ ดังนั้น การเปลี่ยนแปลงของนโยบายหรือการเปลี่ยนรัฐบาลบ่อยครั้ง ขาดการสานต่อของนโยบาย หรือความไม่มั่นคงทางการเมือง อาจส่งผลกระทบต่อรายได้ของบริษัท อย่างไรก็ตาม บริษัทพยายามขยายฐานลูกค้าจากเดิมเป็น B2G มาเป็น B2B ให้มากขึ้น ควบคู่ไปกับการเพิ่มสัดส่วนรายได้ที่เป็น Recurring income เช่นงานบำรุงรักษา ที่ต้องทำต่อเนื่องในระยะยาว แม้จะลดผลกระทบไม่ได้ทั้งหมดแต่ช่วยลดทอนผลกระทบได้ในระดับหนึ่ง

ความเสี่ยงจากความล่าช้าของโครงการ

งานในสาย IT ส่วนใหญ่มีกำหนดระยะเวลาการดำเนินการที่แน่นอน มีการรับประกันผลงานตามที่กำหนดในสัญญา หากไม่เป็นไปตามสัญญา อาจต้องชดเชยค่าปรับตามที่กำหนด เพื่อลดความเสี่ยงดังกล่าว บริษัทได้มีการทำประกันภัยในแต่ละโครงการ มีการกระจายความเสี่ยงไปให้เจ้าของสินค้าหรือผู้รับจ้าง นอกเหนือไปจากการควบคุมและติดตามความคืบหน้าของโครงการอย่างใกล้ชิด ตรวจสอบระยะเวลาส่งมอบงานอย่างสม่ำเสมอ และประสานงานระหว่างบริษัท ลูกค้า และผู้ผลิต เพื่อป้องกันการเกิดปัญหาดังกล่าวและแก้ไขได้ทันท่วงที

ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงอุปสงค์ของเทคโนโลยี

บริษัทอยู่ในธุรกิจที่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วของเทคโนโลยี มีการแข่งขันสูง แต่บริษัทได้ตระหนักถึงปัญหาดังกล่าว ด้วยการฝึกอบรมบุคลากร ติดตามความก้าวหน้าของเทคโนโลยีและผลิตภัณฑ์ต่างๆ และข้อมูลข่าวสารอย่างใกล้ชิด

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Revenues	13,710	15,639	13,188	13,101	14,000
Cost of sales	11,770	13,550	11,296	11,372	12,054
Gross profit	1,940	2,089	1,892	1,729	1,946
SG&A	2,329	2,618	2,300	2,216	2,240
Operating profit	-390	-529	-408	-487	-294
Other income	146	164	374	314	336
EBIT	-244	-337	-14	-147	70
EBITDA	-38	-136	158	24	239
Interest expense	190	188	185	185	173
Tax	43	57	83	122	73
Earning after tax	-476	-581	-282	-454	-175
Minority interest	-5	52	18	10	14
Norm profit	57	-46	92	-23	281
Extra ordinary	654	580	355	565	442
Net profit	172	50	92	121	281

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Profit before tax	177	-1	74	111	267
Depre. & amort.	206	201	172	171	169
Change in working capital	885	-1,332	-307	-285	-101
Other adjustments	-334	78	-77	139	259
Cash flow from operation	935	-1,055	-138	136	594
Capital expenditure	-1,170	978	620	-110	-100
Others	720	8	-1	0	0
Cash flow from investing	-450	986	619	-110	-100
Free cash flow	485	-69	481	26	494
Net borrowings	-273	521	-305	-183	-141
Capital raised	0	0	0	0	0
Paid Dividends	-113	-158	-159	0	-140
Others	0	-25	0	0	0
Cash flow from financing	-386	337	-464	-183	-281
Net change in cash	99	269	18	-157	213

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Cash & bank deposit	834	1,100	1,118	961	1,173
Short term investment	1,208	803	580	400	400
Trade receivable	3,939	2,957	3,303	3,338	3,529
Unbilled trade A/R	1,471	2,339	1,284	1,543	1,688
Inventory	1,334	1,708	1,430	2,181	1,651
Other current assets	514	242	550	655	154
Total current assets	9,328	9,383	8,453	9,423	8,845
Investment in sub.	3,433	3,605	3,218	3,370	3,370
Investment properties	477	477	598	598	598
PP&E	1,823	1,204	1,108	1,190	1,134
Receivable under debt restructuring	0	943	804	680	600
Unbilled A/R	0	143	136	136	136
Goodwill	0	0	39	39	39
Other assets	440	116	139	210	168
Total assets	15,710	16,210	15,097	16,010	15,247
Short-term loans	1,991	1,815	1,823	2,260	1,300
Trade account payable	2,311	4,106	2,851	3,022	3,236
Contracted liabilities	1,227	852	1,372	1,309	1,354
Current maturity	141	68	65	953	28
Other current liabilities	1,285	155	172	123	129
Total current liabilities	6,954	6,997	6,284	7,667	6,047
Long-term loan	357	1,161	1,000	348	1,000
Long-term bond	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Other L-T liabilities	775	758	813	852	910
Total L-T liabilities	2,131	2,919	2,813	2,199	2,910
Total liabilities	9,085	9,916	9,097	9,866	8,957
Registered capital	2,331	2,331	2,331	2,331	2,331
Paid-up capital	2,265	2,265	2,265	2,265	2,265
Share premium	503	503	503	503	503
Legal reserve	119	135	142	142	142
Retained earnings	1,322	1,197	1,104	1,225	1,365
MI	329	96	103	108	114
Total equity	6,295	6,198	5,897	6,036	6,176

Important Ratios (Consolidated)

(Bt mn)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Growth (%)					
Revenues	19.5	14.1	-15.7	-0.7	6.9
EBITDA	nm	nm	nm	-84.9	899.5
Net profit	-17.9	-70.8	82.6	31.0	132.9
Norm profit	-73.0	nm	nm	nm	nm
Profitability Ratios (%)					
Gross profit margin	14.1	13.4	14.3	13.2	13.9
EBITDA margin	-0.3	-0.9	1.2	0.2	1.7
EBIT margin	-1.8	-2.2	-0.1	-1.1	0.5
Norm profit margin	0.4	-0.3	0.7	-0.2	2.0
Net profit margin	1.3	0.3	0.7	0.9	2.0
Norm ROA	0.4	-0.3	0.6	-0.1	1.8
Norm ROE	0.9	-0.7	1.6	-0.4	4.5
Norm ROCE	-2.8	-3.7	-0.2	-1.8	0.8
Risk (x)					
D/E	1.4	1.6	1.5	1.6	1.5
Net D/E	1.1	1.3	1.3	1.4	1.2
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.08	0.02	0.04	0.05	0.12
Norm EPS	0.03	-0.02	0.04	-0.01	0.12
EBITDA	-0.02	-0.05	0.07	0.01	0.11
FCF	0.22	-0.03	0.21	0.01	0.22
Book value	2.78	2.74	2.60	2.66	2.73
Dividend	0.07	0.07	0.00	0.00	0.06
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	22.8	91.0	45.5	34.2	14.7
Norm P/E	69.3	nm	45.5	nm	14.7
P/BV	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBTDA	nm	nm	70.4	495.7	43.6
Dividend yield (%)	3.8	3.8	0.0	0.0	3.4

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 G,ก.ก.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา อัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร
สาขา บางนา 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา สินธร 1 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา เคียนหวน (สินธร 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ลาดพร้าว 555 อาคารสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิต 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร
สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี	สาขา อัมดลาราม 990 อาคารอัมดลารามเพลส ชั้น 12 ห้อง 1210 ถ.พระราม 4 แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี	สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ห้อง 2203, ชั้น 22 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี	
สาขา ขอนแก่น 1 311/16 ชั้น 2 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา ขอนแก่น 3 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรชัย ต. หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี	สาขา เชียงใหม่ 1 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่	สาขา เชียงใหม่ 2 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่
สาขา เชียงใหม่ 3 อาคารระพีเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหียะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่	สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย	สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย	สาขา นครราชสีมา 1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา	สาขา สมุทรสาคร 813/30 ถ.นรสิงห์ ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร
สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวยพวดฉลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต	สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง	สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี	สาขา ปัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุษะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เกี่ยวข้องหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง 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, LH, 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, TASCOS, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำทวีตราของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2018

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 ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

1 ข้อมูล CG Score ประจำปี 2561 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

2 ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

(ข้อมูล ณ วันที่ 31 สิงหาคม 2561) มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC (Declared)
- ได้รับการรับรอง CAC (Certified)