

Current	Previous	IPO Price	2021 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2019
-	-	5.50	8.80	+ 60%	N/A	N/R

IPO details

ผู้ออกหลักทรัพย์	JR
จำนวนหุ้น IPO (ล้านหุ้น)	200 ล้านหุ้น
มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (บาท)	0.50
ระยะเวลาจองซื้อ	20-24 พ.ย. 2020.
วันที่เริ่มทำการซื้อขาย	30 พ.ย. 2020
ที่ปรึกษาทางการเงิน	บล.ฟินันเซีย ไซรัส
ผู้จัดการการจัดจำหน่าย	บล.ฟินันเซีย ไซรัส
Sector	ICT

Consolidated earnings

(Bt mn)	2019	2020E	2021E	2022E
Normalized profit	61	86	290	356
Net profit	61	86	290	356
EPS (Bt)-Norm	0.17	0.11	0.38	0.47
EPS (Bt)	0.17	0.11	0.38	0.47
% EPS growth	-26.7	-33.3	239.3	22.7
Dividend (Bt)	0.10	0.06	0.19	0.23
BVshare (Bt)	0.86	2.05	2.38	2.65
EV/EBITDA (x)	19.0	25.0	7.8	6.0
PER (x)- Norm	32.6	48.8	14.4	11.7
PER (x)	32.6	48.8	14.4	11.7
PBV(x)	6.4	2.7	2.3	2.1
Dividend yield (%)	1.8	1.0	3.5	4.3
ROE (%)	20.4	9.2	17.3	18.6
No. of shares- full dilution	360.0	760.0	760.0	760.0
Par (Bt)	0.5	0.5	0.5	0.5

Source: Company data, FSS estimates

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นที่ปรึกษาทางการเงินและ ผู้จัดการการจัดจำหน่ายและ รับประกันการจัดจำหน่าย หุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัท เจ. อาร์.ดับเบิลยู. ยูทิลิตี้ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก

Analyst: Veeravat Virochpoka

Register No.: 047077

Tel.: +662 646 9821

email: Veeravat.v@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

 Finasia Syrus Securities

 Finasia

 @fnsyrus

หุ้นเติบโตแห่งปี

JR ให้บริการรับเหมาก่อสร้างและติดตั้งงานระบบไฟฟ้าและสื่อสาร โดยเรามุ่งมองเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานในปี 2020-2022 ที่จะเติบโตอย่างก้าวกระโดด ปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตหลักมาจากการได้งานเปลี่ยนสายไฟฟ้าอากาศเป็นสายไฟฟ้าใต้ดินตามเส้นทางรถไฟสายสีชมพูและสีเหลือง ทำให้ Backlog ปัจจุบันพุ่งขึ้นเป็น 6,387 ลบ. สูงกว่ารายได้เฉลี่ยต่อปีในอดีต 7 เท่าตัว เราจึงคาดว่ากำไรสุทธิปี 2020-2022 จะเติบโตก้าวกระโดด 80.3% CAGR จากการรับรู้รายได้ที่จะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยยะ ขณะที่ Margin คาดยังคงควบคุมได้อยู่ในระดับที่ดี พร้อมประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 8.80 บาท (อิง PE 23 เท่า)

JR ประกอบธุรกิจให้บริการออกแบบ จัดหา ก่อสร้างและติดตั้งงานระบบไฟฟ้าและระบบสื่อสารแบบครบวงจร รวมถึงให้บริการจำหน่ายอุปกรณ์และให้บริการบำรุงรักษา การขยายตัวของอุตสาหกรรมไฟฟ้าและสื่อสารเป็นบวกต่อ JR

เรามองว่า JR เป็นหนึ่งในผู้ได้ประโยชน์จากการกำลังการผลิตไฟฟ้าที่จะเพิ่มขึ้นอ้างอิงจากแผน PDP2018 ทำให้คาดว่าจะเกิดการพัฒนาคอนกรีตสายส่งไฟฟ้าเพื่อรองรับกำลังการผลิตใหม่ๆ ส่วนด้านอุตสาหกรรมสื่อสารคาดว่าจะมีการทยอยลงทุนอย่างต่อเนื่องจากทั้งฝั่งภาครัฐและเอกชนรับกับนโยบาย Thailand 4.0 รวมถึงการระบาดของ COVID-19 ที่กระตุ้นให้เกิดการลงทุนและใช้งานเทคโนโลยีใหม่ๆอย่างรวดเร็ว ส่วนการเริ่มเปิดให้บริการ 5G ใน 4Q20 คาดเป็นอีกปัจจัยบวกระยะยาว ซึ่งทั้งหมดเป็นโอกาสสำหรับ JR ในการได้รับงานเพิ่มอย่างต่อเนื่องในอนาคต

Backlog ปัจจุบันสูงกว่ารายได้เฉลี่ยต่อปีในอดีต 7 เท่าตัว

JR ได้รับงานโครงการใหญ่ต่อจากผู้รับเหมาหลัก 2 โครงการ คือ โครงการเปลี่ยนสายไฟฟ้าอากาศเป็นสายไฟฟ้าใต้ดิน เส้นทางรถไฟสายสีชมพูและสีเหลือง มูลค่าสัญญาสูงถึง 6,347 ลบ. โดยเริ่มมีการรับรู้รายได้ไปบ้างแล้วในช่วง 1H20 และรับรู้มากขึ้นในช่วง 2H20-2023 ซึ่งเมื่อรวมกับงานโครงการขนาดกลาง-เล็กอื่นๆทั้งระบบไฟฟ้าและสื่อสารที่มีอยู่ ทำให้ ณ สิ้น 2Q20 JR มี Backlog รอรับรู้รายได้สูงถึง 6,387 ลบ. มากกว่ารายได้เฉลี่ยต่อปีในอดีต 7 เท่าตัว

คาดการณ์ปี 2020-2022 โตก้าวกระโดดเฉลี่ย 79.2% ต่อปี

เราคาดการณ์การดำเนินงานของ JR จะเติบโตอย่างก้าวกระโดดในช่วงปี 2020-2022 หนุนโดยการรับรู้รายได้งานรับเหมาเปลี่ยนสายไฟฟ้าอากาศเป็นสายไฟฟ้าใต้ดินของรถไฟสายสีเหลืองและชมพูที่เร่งตัวขึ้น ทำให้รายได้คาดว่าจะเติบโต 55.1% CAGR โดยมี Backlog รองรับแล้วถึง 80% ทำให้ Downside ของประมาณการค่อนข้างจำกัด และยังไม่รวมโอกาสได้งานเพิ่มเติมในอนาคต ขณะที่ฝั่งต้นทุนคาดว่าจะอยู่ภายใต้การควบคุมที่ดีโดย Gross Margin คาดอยู่ในระดับ 16.8-17.7% ส่วน SG&A/Sales ลดลงอย่างมีนัยยะจาก Operating Leverage ส่งผลให้กำไรสุทธิคาดว่าจะเติบโตเฉลี่ยสูงถึง 80.3% CAGR ในปี 2020-2022

ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2021 ที่ 8.80 บาท

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ JR อ้างอิงระดับ PEG 1 เท่า โดยใช้ระดับ Target PER ที่ 23 เท่า (อ้างอิงการเติบโตของกำไรสุทธิปี 2022) และมี Premium จากผู้เล่นในธุรกิจรับเหมาก่อสร้างและสาธารณูปโภค และผู้เล่นในกลุ่ม SI จากการเติบโตของกำไรปี 2020-2022 ที่โดดเด่นกว่า จึงได้ราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 8.80 บาท

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท เจ.อาร์.ดับเบิลยู. ยูทิลิตี้ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (JR) ดำเนินธุรกิจให้บริการออกแบบ จัดทำ ก่อสร้างและติดตั้งงานระบบไฟฟ้า (Electrical Power System) และระบบสื่อสารโทรคมนาคม และเทคโนโลยีสารสนเทศ (Telecommunication and Information Technology System) แบบครบวงจร รวมถึงให้บริการจำหน่ายอุปกรณ์ (Supply) และให้บริการบำรุงรักษา (Maintenance) สำหรับอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับระบบไฟฟ้าและระบบสื่อสารโทรคมนาคม และเทคโนโลยีสารสนเทศ โดยมีรายละเอียด ดังนี้

1. ธุรกิจรับเหมาวางระบบ (Turnkey Project) ให้บริการตั้งแต่ออกแบบ จัดทำ รับเหมา ติดตั้ง ทดสอบ และให้คำปรึกษา โดยแบ่งระบบที่ให้บริการเป็น 2 ประเภท ได้แก่

1.1 งานรับเหมาระบบไฟฟ้า (Electrical Power System) ประกอบด้วย

- งานก่อสร้างสายส่งไฟฟ้าแรงสูง

Figure 1: ตัวอย่างงานก่อสร้างสายส่งไฟฟ้าแรงสูง



Source: Company

- งานก่อสร้างติดตั้งสถานีไฟฟ้าย่อยและอุปกรณ์ในสถานีไฟฟ้าย่อย

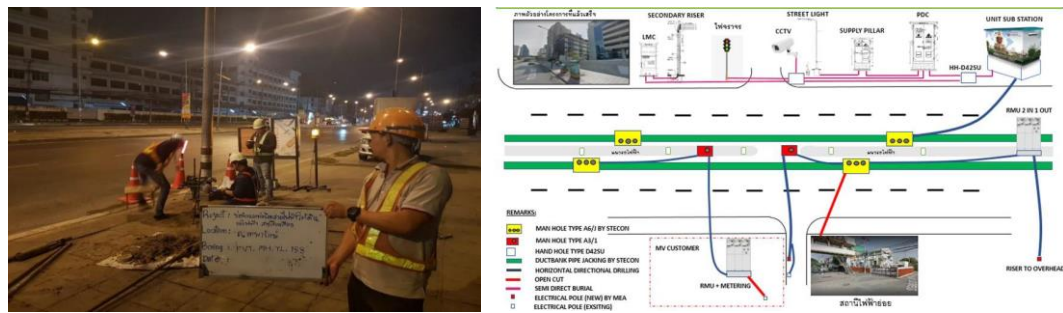
Figure 2: ตัวอย่างงานก่อสร้างติดตั้งสถานีไฟฟ้าย่อย



Source: Company

- งานก่อสร้างเปลี่ยนสายไฟฟ้าอากาศเป็นสายไฟฟ้าใต้ดิน

Figure 3: ตัวอย่างงานเปลี่ยนสายไฟฟ้าอากาศเป็นสายไฟฟ้าใต้ดิน

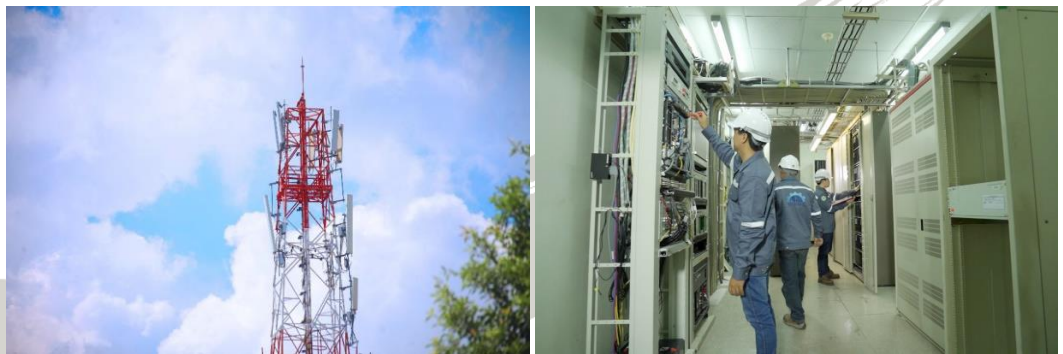


Source: Company

1.2 ระบบสื่อสารโทรคมนาคมและเทคโนโลยีสารสนเทศ (Telecommunication and Information System) ประกอบด้วย

- การวางระบบโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure) ทั้งระบบสื่อสารใช้สายและระบบสื่อสารไร้สาย

Figure 4: ตัวอย่างงานวางระบบโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคมและเทคโนโลยีสารสนเทศ



Source: Company

- การวางระบบโครงข่ายหลัก (Core Network) ได้แก่ ระบบ IP Network FTTX MSAN Switching ระบบ SDH DWDM SCADA

Figure 5: ตัวอย่างงานวางระบบโครงข่ายหลัก



Source: Company

- การวางระบบ Software และ Application
- การวางระบบของอุปกรณ์อื่นๆ เช่น CCTV และ FRTU with Radio รวมถึง IOT

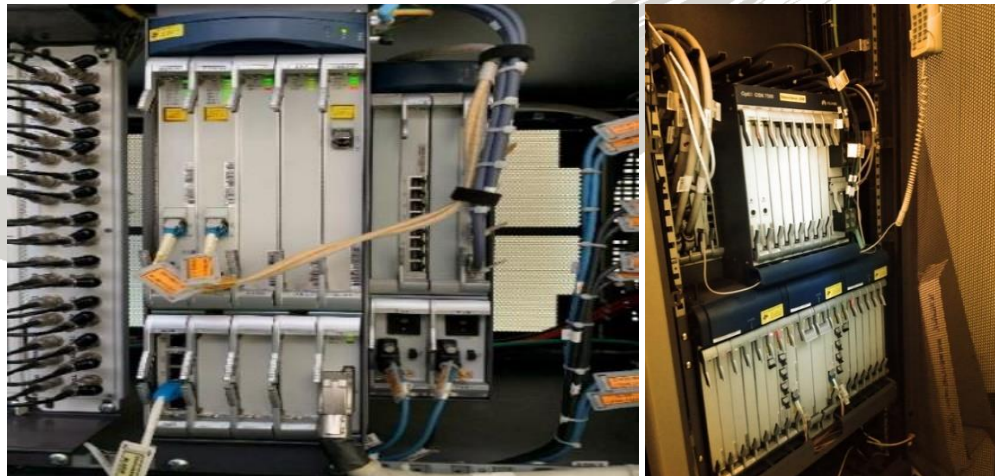
Figure 6: ตัวอย่างงานวางระบบและอุปกรณ์อื่นๆ



Source: Company

2. ธุรกิจการให้บริการซ่อมบำรุงรักษา (Maintenance) ทั้งระบบไฟฟ้า และระบบสื่อสารโทรคมนาคมและเทคโนโลยีสารสนเทศ โดยส่วนใหญ่เป็นลูกค้าเดิมที่ใช้บริการต่อเนื่องหลังหมดระยะเวลาประกันคุณภาพ 2 ปีหลังส่งมอบงาน

Figure 7: ตัวอย่างงานซ่อมบำรุงรักษา



Source: Company

3. ธุรกิจการจำหน่ายอุปกรณ์ (Supply) จำหน่ายอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับระบบไฟฟ้า และระบบสื่อสารโทรคมนาคมและเทคโนโลยีสารสนเทศ

Figure 8: ตัวอย่างสินค้าและอุปกรณ์ระบบไฟฟ้า และระบบสื่อสาร



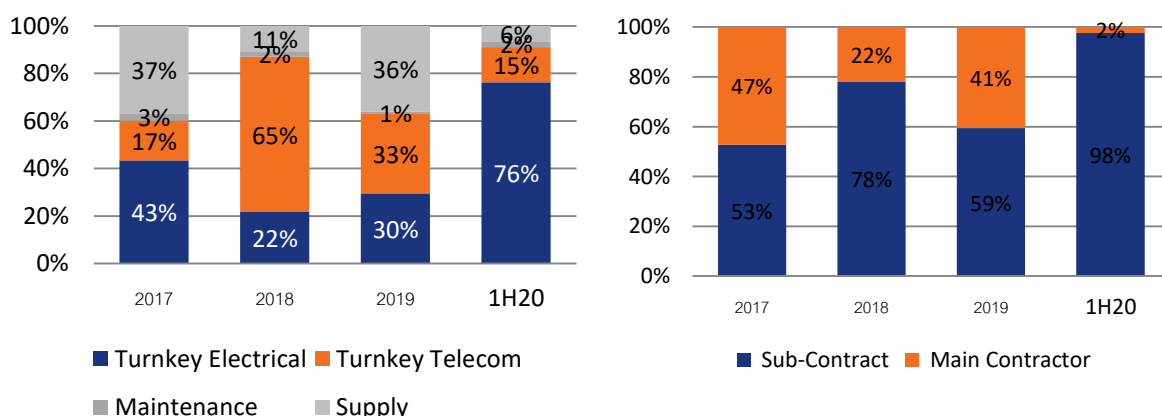
Source: Company

โครงสร้างรายได้

ในช่วงปี 2017-1H20 หากพิจารณาโครงสร้างรายได้ของ JR แบ่งตามลักษณะของงาน คือ รายได้จากการบริการ และรายได้จากการขาย สัดส่วนรายได้จะมีการเปลี่ยนแปลงค่อนข้างมากตามลักษณะงานที่บริษัทได้รับในแต่ละช่วงเวลา โดยปี 2017 รายได้จากการบริการมีสัดส่วน 63% ของรายได้รวม ส่วนรายได้จากการขายอยู่ที่ 37% โดยเป็นช่วงที่บริษัทได้งานใหญ่เป็นงานรับเหมาระบบไฟฟ้า ขณะที่ปี 2018 สัดส่วนรายได้จากการบริการเพิ่มขึ้นเป็น 89% ของรายได้รวม และส่วนใหญ่เป็นงานรับเหมาระบบสื่อสารถึง 65% ส่วนรายได้จากการขายเหลือเพียง 11% ขณะที่ปี 2019-1H20 JR ได้ส่งมอบงานวางระบบสื่อสารแล้วเสร็จ และเริ่มทยอยได้งานรับเหมาระบบไฟฟ้ามากขึ้นทำให้สัดส่วนรายได้มีการเปลี่ยนแปลง โดยล่าสุดในช่วง 1H20 มีรายได้จากการรับเหมาระบบไฟฟ้าปรับตัวขึ้นเป็น 76% รองลงมาเป็นรายได้จากการรับเหมาวางระบบสื่อสาร 15% ส่วนรายได้จากการบำรุงรักษาและการขายมีสัดส่วนเพียงเล็กน้อยรวมกันเพียง 9%

หากพิจารณาโครงสร้างรายได้แบ่งตามกลุ่มลูกค้ามีการเปลี่ยนแปลงมากเช่นกัน โดยปี 2017 และ 2019 มีสัดส่วนรายได้จากการจัดจำหน่ายและให้บริการแก่ลูกค้าโดยตรงราว 53-59% ของรายได้รวมเนื่องจากเป็นช่วงที่มีรายได้จากการจำหน่ายสินค้าค่อนข้างมาก ส่วนรายได้จากการรับงานผ่านพันธมิตรทางธุรกิจอยู่ที่ราว 41-47% อย่างไรก็ตามล่าสุดช่วง 1H20 เป็นช่วงที่ JR รับงานจากพันธมิตรทางธุรกิจค่อนข้างมาก ทำให้สัดส่วนรายได้จากส่วนดังกล่าวพุ่งขึ้นเป็น 98% ของรายได้รวม

Figure 9: Revenue Breakdown



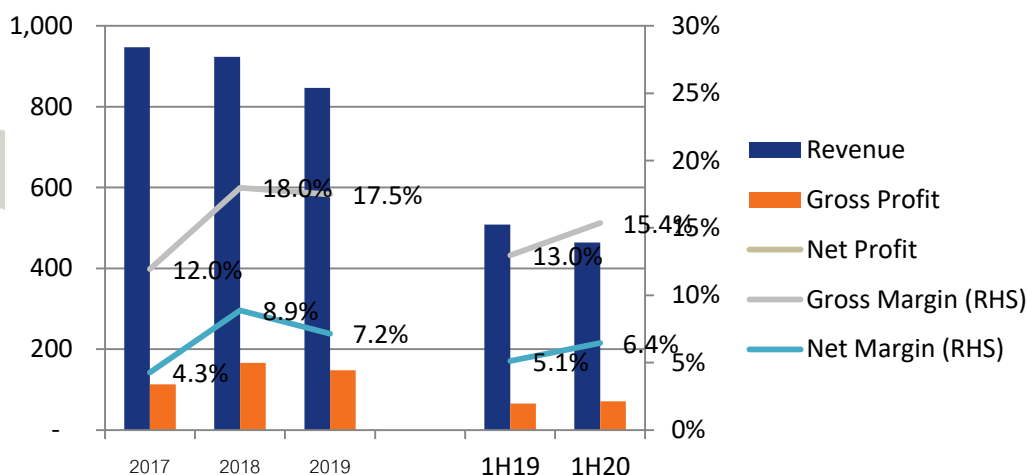
Source: Company Data

ผลการดำเนินงานในอดีต

ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา รายได้จากการดำเนินงานรวมของ JR ชะลอลงเล็กน้อยจาก 947 ลบ.ในปี 2017 เหลือ 846 ลบ.ในปี 2019 โดยคิดเป็นการหดตัวเฉลี่ยราว 5.5% CAGR ซึ่งเป็นผลจากปริมาณงานในแต่ละช่วงเวลาที่บริษัทได้รับ ดังที่กล่าวไปข้างต้นว่าในปี 2017 JR มีรายได้จากการจำหน่ายอุปกรณ์ถึง 349 ลบ.หรือคิดเป็นสัดส่วน 37% ขณะที่ปี 2018 ลดลงเหลือเพียง 98 ลบ. -71.9% Y-Y หรือมีสัดส่วนเพียง 11% ของรายได้รวม อย่างไรก็ตามสามารถชดเชยได้เกือบทั้งหมดจากธุรกิจรับเหมาวางระบบที่มีรายได้พุ่งขึ้นเป็น 804 ลบ. +41.4% Y-Y ในปี 2018 โดยเฉพาะด้านระบบสื่อสารฯ ขณะที่ปี 2019 หลังจาก JR มีการส่งมอบงานบริการรับเหมาระบบสื่อสารฯ ไปค่อนข้างมาก ทำให้รายได้ในส่วนดังกล่าวลดลงอย่างมีนัยยะเหลือ 532 ลบ. -33.8% Y-Y แต่บริษัทมีรายได้จากการจำหน่ายอุปกรณ์ที่เพิ่มขึ้นเป็น 305 ลบ. +210.9% Y-Y ชดเชยรายได้จากงานบริการได้เช่นกัน ส่วนด้านประสิทธิภาพในการทำกำไร JR มีการควบคุมต้นทุนได้ค่อนข้างดีและได้รับงานโครงการที่มีอัตรากำไรที่สูงขึ้น ทำให้ Gross Margin ขยายตัวจากระดับ 12% ในปี 2017 ขึ้นเป็น 17.5-18% ในปี 2018-2019 ส่งผลให้กำไรสุทธิเพิ่มขึ้นจาก 41 ลบ.ในปี 2017 เป็น 83 ลบ. +100.9% Y-Y ในปี 2018 ก่อนจะชะลอตัวลงเหลือ 61 ลบ. -26.7% Y-Y ในปี 2019

ล่าสุดในช่วง 1H20 รายได้จากการดำเนินงานของ JR ลดลงเหลือ 464 ลบ. -8.7% Y-Y โดยปัจจัยหลักเกิดจากรายได้จากการจำหน่ายอุปกรณ์ที่ลดลงอย่างมีนัยยะ -90.2% Y-Y หลังส่งมอบแล้วเสร็จ อย่างไรก็ตามรายได้จากการให้บริการรับเหมาวางระบบเติบโต +110.4% Y-Y รวมถึง Gross Margin ที่ขยายตัวขึ้นจาก 13% ใน 1H19 เป็น 15.4% ใน 1H20 จากการบริหารจัดการต้นทุนที่ดี ส่งผลให้กำไรสุทธิ 1H20 เติบโตเป็น 30 ลบ. +14.8% Y-Y ส่วนทางรายได้ที่ชะลอตัว

Figure 10: Historical Performance



Source: Company Data

ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศทั้งระบบไฟฟ้าและสื่อสารเป็นบวกต่อ JR

ธุรกิจของ JR เติบโตตามการขยายตัวและการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ โดยด้านอุตสาหกรรมไฟฟ้า ภาครัฐคาดการณ์ว่าการใช้ไฟฟ้าในประเทศจะขยายตัวราว 3.6% ภายใต้สมมติฐาน GDP เติบโตเฉลี่ย 3.8% ต่อปี ซึ่งระยะสั้นอาจได้รับผลกระทบจากการระบาดของ COVID-19 ส่งผลให้เศรษฐกิจชะลอตัวและกระทบถึงความต้องการใช้ไฟฟ้า อย่างไรก็ตามคาดว่าจะสามารถเติบโตได้ในระยะยาว โดยแผนพัฒนากำลังการผลิตไฟฟ้าปี 2018-2037 (PDP2018) กำหนดให้มี

กำลังการผลิตไฟฟ้าจำนวน 77,211 MW ในปี 2037 เพิ่มขึ้น 9% จากแผน PDP2015 ทำให้คาดว่าจะเกิดการลงทุนโรงไฟฟ้าใหม่ทั้ง IPP SPP รวมถึงพลังงานหมุนเวียน เพื่อทดแทนโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่เก่าที่จะทยอยหมดอายุตามสัญญา ทำให้คาดว่าจะเกิดการพัฒนาระบบสายส่งไฟฟ้าเพื่อรองรับกำลังการผลิตใหม่ๆ และเป็นผลดีต่อ JR ในแง่โอกาสในการได้รับงานในอนาคต

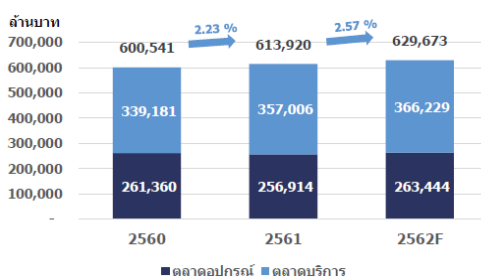
Figure 11: แผนพัฒนากำลังการผลิตไฟฟ้าฉบับปี 2018

กำลังการผลิตไฟฟ้า	PDP2015 (MW)	กำลังการผลิตไฟฟ้า	PDP2018 (MW)
กำลังผลิตไฟฟ้าถึง ธันวาคม 2557	37,612	กำลังผลิตไฟฟ้าถึง ธันวาคม 2560	46,090
รวมกำลังผลิตที่เพิ่มขึ้น ในช่วงปี 2558-2579	57,459	รวมกำลังผลิตที่เพิ่มขึ้น ในช่วงปี 2561-2580	56,431
โรงไฟฟ้าที่ปลดออกจากระบบ ในช่วงปี 2558-2579	-24,736	โรงไฟฟ้าที่ปลดออกจากระบบ ในช่วงปี 2561-2580	-25,310
รวมกำลังการผลิตไฟฟ้าสุทธิ ณ สิ้นปี 2579	70,335	รวมกำลังการผลิตไฟฟ้าสุทธิ ณ สิ้นปี 2580	77,211

Source: Ministry of Energy

ส่วนด้านอุตสาหกรรมสื่อสารโทรคมนาคมและเทคโนโลยีสารสนเทศคาดว่าจะยังมีแนวโน้มการเติบโตที่ดีต่อเนื่องเช่นกัน โดยหากอิงข้อมูลคาดการณ์จากกสทช. พบว่ามูลค่าตลาดสื่อสารรวมมีการเติบโต +2.2% Y-Y และ +2.6% Y-Y ในปี 2017 และ 2018 ตามลำดับ โดยเติบโตในตลาดบริการเป็นหลัก +5.3% Y-Y และ +2.6% Y-Y ในช่วงเวลาเดียวกัน นอกจากนี้จากการแพร่ระบาดของ COVID-19 คาดว่าเป็นปัจจัยที่ช่วยกระตุ้นให้ทั้งภาครัฐและเอกชนเกิดการลงทุนและใช้งานเทคโนโลยีใหม่ๆ มากขึ้นและเร็วขึ้น รวมถึงการลงทุนให้สอดคล้องกับนโยบาย Thailand 4.0 ในการยกระดับขีดความสามารถในการแข่งขันของประเทศ นอกจากนี้การเริ่มให้บริการโครงข่าย 5G ของผู้ให้บริการสื่อสารฯ ตั้งแต่ 4Q20 จะเป็นอีกหนึ่งแรงหนุนในระยะยาวโดยเฉพาะอย่างยิ่งการลงทุนเทคโนโลยี IoT ซึ่งทำให้ JR ที่มีประสบการณ์ด้านการให้บริการระบบสื่อสารฯ ถึง 26 ปี มีโอกาสได้รับงานอย่างต่อเนื่อง

Figure 12: มูลค่าตลาดสื่อสารไทย



Source: NBTC

Figure 13: Thailand 4.0



Source: ONDE

การเปลี่ยนสายไฟฟ้าอากาศเป็นสายไฟฟ้าใต้ดินตามแนวรถไฟเป็น Key Driver

การไฟฟ้านครหลวง (กฟน.) มีแผนแม่บทโครงการเปลี่ยนระบบสายไฟฟ้าอากาศเป็นสายไฟฟ้าใต้ดินปี 2008-2022 โดยแบ่งเป็น 2 ระยะ คือ

- ระยะที่ 1 ปี 2008-2021 ระยะทาง 119 กม. งบลงทุน 43,775 ลบ.
- ระยะที่ 2 ปี 2012-2022 ระยะทาง 61 กม. งบลงทุน 25,059 ลบ.

ซึ่งได้ดำเนินการไปส่วนหนึ่งแล้วตามถนนเส้นหลักรวมระยะทางกว่า 35 กม. และอยู่ระหว่างการดำเนินการส่วนที่เหลือ นอกจากนี้ กฟน. มีการทบทวนแผนแม่บทปี 2008-2022 ให้ดีขึ้นเพื่อรองรับการเป็นมหานครแห่งอาเซียน ระยะทาง 261.6 กม. กรอบวงเงินลงทุน 143,092 ลบ. และมีการเห็นชอบจากกรมให้ดำเนินการแล้วจำนวน 39 เส้นทาง ระยะทาง 127.3 กม. กรอบวงเงินลงทุน 48,717 ลบ. ซึ่งแสดงดังรายละเอียดในตารางที่ 14 ด้านล่าง โดยเฉพาะการดำเนินงานควบคู่กับการลงทุนขยายโครงข่ายรถไฟฟ้าสายสีต่างๆ โดยในปัจจุบันดำเนินการไปแล้วทั้ง สายสีน้ำเงิน สีม่วงเหนือ สีเหลือง สีชมพู และสายที่กำลังจะเปิดประมูลเพิ่มเติมในอนาคต อย่าง สีส้มตะวันตก และสีม่วงใต้ และทำให้ JR ได้รับงานเพิ่มเติมอย่างต่อเนื่อง โดยในปีที่ผ่านมา JR ได้มีการเซ็นสัญญารับงานโครงการเปลี่ยนสายไฟฟ้าอากาศเป็นสายไฟฟ้าใต้ดินขนาดใหญ่ที่สำคัญจากผู้รับเหมาหลักอย่าง STEC แล้ว 2 โครงการ ได้แก่

- โครงการเปลี่ยนสายไฟฟ้าอากาศเป็นสายไฟฟ้าใต้ดิน เส้นทางรถไฟฟ้าสายสีชมพู มูลค่า 3,622 ลบ.
- โครงการเปลี่ยนสายไฟฟ้าอากาศเป็นสายไฟฟ้าใต้ดิน เส้นทางรถไฟฟ้าสายสีเหลือง มูลค่า 2,725 ลบ.

ซึ่งเมื่อหักส่วนที่มีการรับรู้รายได้ไปบ้างแล้ว และรวมงานโครงการขนาดกลาง-เล็กอื่นๆทั้งระบบไฟฟ้าและสื่อสาร ณ สิ้น 2Q20 JR มี Backlog รอรับรู้รายได้อยู่ถึง 6,387 ลบ. สูงกว่ารายได้เฉลี่ยต่อปีในอดีตถึง 7 เท่าตัว

Figure 14: แผนงานเปลี่ยนระบบสายไฟฟ้าอากาศเป็นใต้ดิน

ลำดับที่	โครงการย่อย	ระยะทาง (กม.)	เป้าหมายปีเสร็จ (พ.ศ.)
	รายละเอียดโครงการ		
1	รอบพระตำหนักจักรลดาโรฐาน	7.1	2562
2	โครงการร่วมกับรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงิน (รฟม.) โครงการร่วมกับรถไฟฟ้าสายสีเขียวอ่อน แบร์ริง-สมุทรปราการ (รฟม.) โครงการร่วมกับงานขยายถนน (กทม.)	35.9	2565
3	โครงการร่วมกับรถไฟฟ้าสายสีเขียวเข้ม สะพานใหม่-คูคต (รฟม.) โครงการร่วมกับรถไฟฟ้าสายสีส้ม (รฟม.) โครงการร่วมกับรถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้ บางซื่อ-ราษฎร์บูรณะ (รฟม.) โครงการร่วมกับรถไฟฟ้าสายสีชมพู (รฟม.)	37.3	2566
4	โครงการร่วมกับรถไฟฟ้าสายสีเขียวอ่อน สมุทรปราการ-บางปู (รฟม.) โครงการร่วมกับรถไฟฟ้าสายสีเหลือง (รฟม.) โครงการร่วมกับงานขยายถนน (กทม.)	24.4	2567
5	ไม่มีงานโครงการร่วมกับหน่วยงานอื่น	22.6	2568

Source: MEA

Figure 15: Backlog as of 30 June 2020

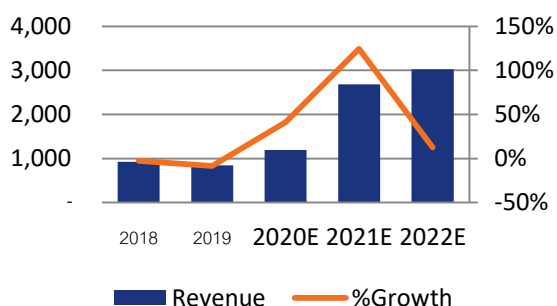
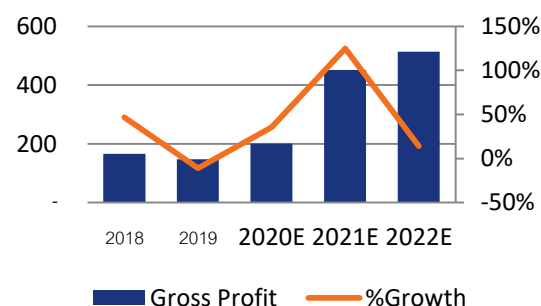
ประเภทรายได้	รายได้ที่คาดว่าจะรับรู้ใน				รวม
	ไตรมาสที่ 3-4 ปี 2020	ปี 2021	ปี 2022	ปี 2023	
รายได้จากธุรกิจรับเหมาวางระบบ	535.05	2,084.65	2,434.72	1,313.15	6,367.57
- งานระบบไฟฟ้า	389.43	1,896.98	2,428.90	1,313.15	6,028.45
- ระบบสื่อสารโทรคมนาคมและเทคโนโลยีสารสนเทศ	145.62	187.67	5.82	-	339.12
รายได้จากการจำหน่ายอุปกรณ์	-	-	-	-	-
รายได้จากการให้บริการซ่อมบำรุงรักษา	12.85	6.21	-	-	19.06
รวม	547.90	2,090.86	2,434.72	1,313.15	6,386.63

S

ource: Company

คาดการณ์ปี 2021 ยกฐานขึ้นแรง และโตต่อเนื่องในปี 2022

เราคาดการณ์การดำเนินงานของ JR จะเติบโตอย่างโดดเด่นในปี 2020-2022 จาก Backlog ณ สิ้น 2Q20 ที่สูงถึง 6,387 ลบ. หลังจากได้งานรับเหมาเปลี่ยนสายไฟฟ้าอากาศเป็นสายไฟฟ้าใต้ดินของรถไฟฟ้าสายสีเหลืองและชมพู ซึ่งเริ่มทยอยรับรู้รายได้ตั้งแต่ปี 2020 และคาดว่าจะทยอยรับรู้รายได้เพิ่มขึ้นตั้งแต่ 2H20 เป็นต้นไป ทำให้รายได้จากการดำเนินงานของ JR คาดว่า จะยกฐานแรงจากระดับ 846 ลบ.ในปี 2019 ขึ้นเป็น 3,161 ลบ.ในปี 2022 หรือคิดเป็นการเติบโตเฉลี่ยสูงถึง 55.1% CAGR โดยหากอ้างอิงข้อมูลการรับรู้รายได้ในแต่ละช่วงเวลาจากตารางที่ 15 ด้านบน พบว่าประมาณการรายได้ปี 2020-2022 ที่เราคาดการณ์มี Backlog รองรับแล้วราว 80% ซึ่งทำให้มี Downside จำกัด นอกจากนี้ยังไม่นับรวมโอกาสที่ JR จะได้รับงานโครงการอื่นๆเพิ่มเติมในช่วง 2H20 เป็นต้นไปซึ่งจะเป็น Upside ของประมาณการ ด้าน Gross Margin โดยรวม คาดว่าจะอ่อนตัวลงเล็กน้อยจาก 17.5% ในปี 2019 มาทรงตัวในกรอบ 16.8-17.7% ในปี 2020-2022 แต่ยังคงเป็นระดับที่ค่อนข้างดี ขณะที่สัดส่วนค่าใช้จ่าย SG&A/Sales คาดลดลงอย่างมีนัยยะจาก 8.8% ในปี 2019 เหลือเพียง 6.8% ในปี 2020 และ 3-3.3% ในปี 2021-2022 เนื่องจากต้นทุนส่วนใหญ่คงที่ ทำให้ได้ประโยชน์จาก Operating Leverage ส่งผลให้กำไรสุทธิคาดว่าจะเติบโตอย่างก้าวกระโดดจาก 61 ลบ.ในปี 2019 ขึ้นเป็น 356 ลบ.ในปี 2022 หรือคิดเป็นการเติบโตเฉลี่ยสูงถึง 80.3% CAGR

Figure 16: Revenue and Growth

Figure 17: Gross Profit and Margin


Source: Company Data and FSS Estimates

Figure 18: Net Profit and Growth

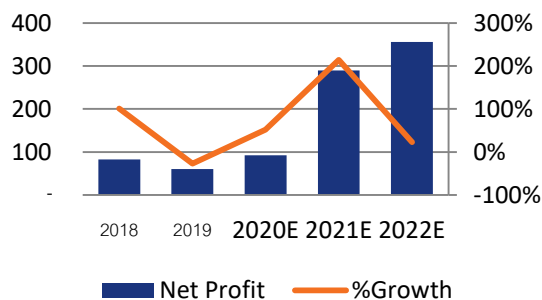
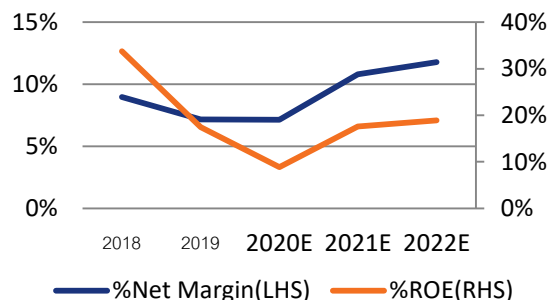


Figure 19: Net Margin and ROE



Source: Company Data and FSS Estimates

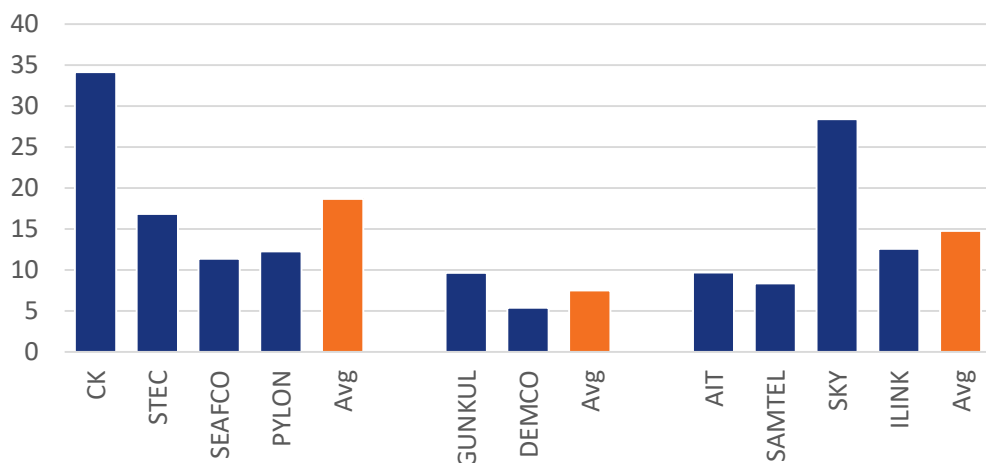
ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ JR ด้วยวิธี PE Ratio โดยอ้างอิงระดับ PEG ที่ 1 เท่า และใช้การเติบโตของกำไรสุทธิในปี 2022 ที่ +22.9% Y-Y ในการพิจารณา จึงได้ระดับ **Target PER** ในการประเมินมูลค่าที่ 23 เท่า และคำนวณราคาเป้าหมายปี 2021 ได้ที่ 8.80 บาท

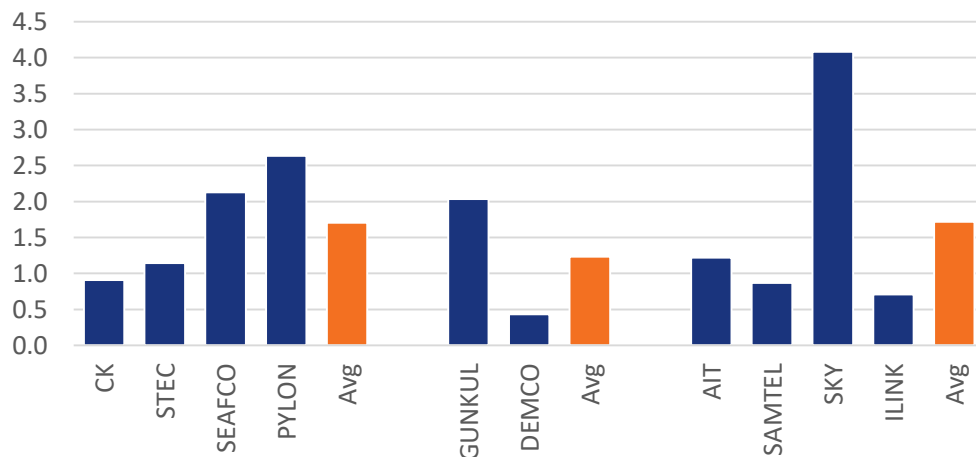
เราเปรียบเทียบ JR กับผู้เล่นในตลาดที่มีลักษณะธุรกิจใกล้เคียงหรือบางส่วนที่คล้ายกันโดยแบ่งเป็น 3 กลุ่ม คือ กลุ่มรับเหมาก่อสร้าง (CK STEC SEAFCO PYLON) กลุ่มรับเหมาสาธารณูปโภค (GUNKUL DEMCO) และกลุ่มรับเหมาวางระบบสื่อสาร (AIT SAMTEL SKY ILINK) มีค่าเฉลี่ย PER ของแต่ละกลุ่มอยู่ที่ 18.7 เท่า 7.5 เท่า และ 14.7 เท่า ตามลำดับ อย่างไรก็ตามเนื่องจากงานส่วนใหญ่ของ JR เป็นการรับเหมาช่วงต่อกลุ่มรับเหมาก่อสร้างหลัก จึงน่าจะใช้เปรียบเทียบได้เหมาะสมที่สุด

อย่างไรก็ตามด้วย Backlog ของ JR ที่รองรับคาดการณ์รายได้ปี 2020-2022 ไปแล้วกว่า 80% และเป็นการรับรู้รายได้เพิ่มขึ้นต่อเนื่องในแต่ละปี ทำให้การเติบโตของกำไรสุทธิคาดว่าจะโดดเด่นถึง 80.3% CAGR ในช่วงเวลาดังกล่าว ซึ่งคาดว่าจะโดดเด่นกว่าคู่แข่งในทุกกลุ่ม จึงมองว่า JR สมควรถูกซื้อขายที่ระดับ Premium จากคู่แข่ง ทำให้เรามองว่า Target PER ที่ 23 เท่า (อ้างอิง PEG 1 เท่า) สมเหตุสมผล

Figure 20: Peers PER Comparison



Source: Bloomberg

Figure 21: Peers PBV Comparison


Source: Bloomberg

โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

JR มีทุนจดทะเบียน 380 ล้านบาท เรียกชำระแล้ว 280 ล้านบาท แบ่งออกเป็นหุ้นสามัญจำนวน 560 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท หลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 200 ล้านหุ้นแก่ประชาชนเป็นครั้งนี้ บริษัทจะมีทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้วเต็มมูลค่า 380 ล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 760 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท

วัตถุประสงค์การเพิ่มทุนครั้งนี้ 1) เงินเป็นเงินทุนหมุนเวียนในการประกอบธุรกิจ

Figure 21: โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ JR

รายชื่อผู้ถือหุ้น	ก่อน IPO	หลัง IPO
กลุ่มวิวัฒน์เจษฎาวุฒิ	84.00%	61.89%
กลุ่มอัยรัตน์	9.62%	7.09%
ผู้ถือหุ้นรายอื่นๆ	6.38%	4.70%
กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงาน	-	2.11%
ประชาชนทั่วไป	-	24.21%
รวม	100.00%	100.00%

Source: Company Data

นโยบายการจ่ายเงินปันผล

บริษัทมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในอัตราไม่น้อยกว่า 40% ของกำไรสุทธิหลังหักสำรองตามกฎหมาย และเงินสำรองอื่นตามที่บริษัทกำหนด

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

1. ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงลูกค้ารายใหญ่และโครงการภาครัฐ

เนื่องจากปัจจุบันบริษัทมีรายได้จากลูกค้ารายใหญ่ 2 รายสัดส่วนกว่า 90% ของรายได้รวมในช่วง 1H20 รวมถึงส่วนใหญ่เป็นงานงานภาครัฐ ดังนั้นหากไม่สามารถรับงานจากลูกค้าต่อหรือมีปริมาณงานลดลง หรือมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการลงทุนของภาครัฐ อาจส่งผลกระทบต่อรายได้และกำไรของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ

2. ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผู้บริหาร

เนื่องจากก่อตั้งขึ้นโดยนายเจริญ วิวัฒน์เจษฎาภูมิ ซึ่งมีความชำนาญในอุตสาหกรรมระบบไฟฟ้าและโทรคมนาคมกว่า 26 ปี และมีความสัมพันธ์อันดีกับลูกค้าภาครัฐและเอกชน รวมถึงผู้จำหน่ายสินค้า โดยหากมีการเปลี่ยนแปลงผู้บริหาร อาจส่งผลกระทบต่อการบริหารงานได้

3. ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงบุคลากร

จากลักษณะงานโครงการที่เกี่ยวข้องกับระบบไฟฟ้าและระบบสื่อสารโทรคมนาคมที่มีความซับซ้อนและอันตราย จึงจำเป็นต้องใช้วิศวกรผู้เชี่ยวชาญและมีประสบการณ์ ซึ่งหากบริษัทไม่สามารถจัดหาหรือรักษากลุ่มวิศวกรได้ อาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการแข่งขันในตลาด

4. ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผู้รับเหมา

บริษัทได้มีการจ้างผู้รับเหมาในการดำเนินงานในโครงการต่างๆแก่ลูกค้า โดยล่าสุดช่วง 1H20 มีต้นทุนค่าจ้างผู้รับเหมาราว 86% ของต้นทุนขายและการให้บริการ ซึ่งหากไม่สามารถหาผู้รับเหมาหรือผู้รับเหมาไม่สามารถปฏิบัติงานได้ตามกำหนด จะส่งผลกระทบต่อชื่อเสียงและการดำเนินงาน

5. ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผู้จำหน่ายสินค้ารายใหญ่

บริษัทมีการสั่งซื้อผลิตภัณฑ์และบริการจากตัวแทนรายหนึ่งในสัดส่วนกว่า 40% ของมูลค่าการจัดซื้อผลิตภัณฑ์และบริการรวมในปี 2019 ดังนั้นอาจได้รับผลกระทบต่อการดำเนินงานหากตัวแทนจำหน่ายไม่สามารถจำหน่ายอุปกรณ์ที่จำเป็นแก่บริษัทได้ตามกำหนดเวลา

6. ความเสี่ยงจากความไม่สม่ำเสมอของรายได้

ปัจจุบันธุรกิจรับเหมาวางระบบคิดเป็นสัดส่วนรายได้กว่า 90% ของรายได้รวมในช่วง 1H20 ซึ่งขึ้นอยู่กับแผนการลงทุนของภาครัฐและภาคเอกชนที่เป็นกลุ่มลูกค้าหลัก จึงมีผลหากหากลูกค้ามีการเปลี่ยนแปลงหรือชะลอการลงทุน รวมถึงขึ้นอยู่กับโอกาสและความสามารถของบริษัทในการดำเนินงานอย่างต่อเนื่อง ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อผลประกอบการ

7. ความเสี่ยงจากการชำระค่าจ้างผู้รับเหมาก่อนได้รับเงินจากลูกค้า

เนื่องจากบริษัทมีการว่าจ้างผู้รับเหมาช่วงในการดำเนินงานต่างๆ จึงอาจมีบางโครงการ หรือบางช่วงเวลา ที่มีความจำเป็นต้องจ่ายเงินให้ผู้รับเหมาช่วงก่อนที่จะสามารถเรียกเก็บเงินจากลูกค้าได้ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อสภาพคล่อง เงินทุนหมุนเวียนของบริษัท

8. ความเสี่ยงจากการส่งมอบงานล่าช้า/ค่าปรับ

เนื่องจากงานส่วนใหญ่ของบริษัทเป็นการรับเหมาวางระบบที่มีการว่าจ้างผู้รับเหมาช่วงต่ออีกทอด ทำให้หากไม่สามารถควบคุมการทำงานของผู้รับเหมาให้ตามมาตรการและทันกำหนดระยะเวลาส่งมอบ อาจทำให้บริษัทเสียค่าปรับและกระทบต่อชื่อเสียงและผลการดำเนินงาน

9. ความเสี่ยงจากการมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ถือหุ้นเกินกว่าหรือเท่ากับ 25%

โดยมีผู้ถือหุ้นใหญ่คือนายเจริญ วิวัฒน์เจษฎาภูมิ ซึ่งเป็นประธานเจ้าหน้าที่บริหารและกรรมการ จึงอาจทำให้สามารถใช้สิทธิคัดค้านในมติที่สำคัญในการประชุมผู้ถือหุ้นที่กำหนดให้ต้องได้รับคะแนนไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมด

10. ความเสี่ยงจากการลดลงของราคาหุ้นเมื่อเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์

เมื่อวันที่ 1 เม.ย. 2020 บริษัทได้ออกหุ้นเพิ่มทุน 100 ล้านหุ้นที่ราคา 1 บาทแก่ผู้ถือหุ้นเดิมตามสัดส่วน (มีการเปลี่ยนมูลค่าที่ตราไว้จาก 1 บาทเป็น 0.50 บาทแล้วเมื่อเดือน ส.ค. 2020) ซึ่งต่ำกว่าราคาเสนอขายหุ้น IPO ในครั้งนี้ จึงอาจมีความเสี่ยงจากการลดลงของราคาจากการขายหุ้นของกลุ่มผู้ถือหุ้นที่ไม่ติด Silent Period

11. ความเสี่ยงเกี่ยวกับตลาดรองสำหรับการซื้อขายหุ้นสามัญของบริษัท

เนื่องจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนครั้งนี้จะเสนอขายก่อนได้รับทราบผลการพิจารณาของตลาดหลักทรัพย์ จึงอาจมีความเสี่ยงด้านสภาพคล่องหากหลักทรัพย์ของบริษัทไม่สามารถเข้าจดทะเบียนได้



Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	923	846	1,188	2,685	3,023
Cost of sales	757	698	1,002	2,234	2,487
Gross profit	166	148	186	452	536
SG&A	77	74	81	89	91
Operating profit	89	74	105	363	445
Other income	11	3	3	0	0
EBIT	100	76	107	363	445
EBITDA	103	80	111	367	449
Interest charge	0	0	0	0	0
Tax on income	17	15	21	73	89
Earnings after tax	83	61	86	290	356
Minority Interests	0	0	0	0	0
Norm profit	83	61	86	290	356
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	83	61	86	290	356

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Net profit	83	61	86	290	356
Deprec. & amortization	4	4	4	4	4
Change in working capital	-15	444	-179	-341	-35
Other adjustments	5	6	7	8	9
Cash flow from operations	76	515	-82	-38	334
Capital expenditure	-2	-3	-3	-3	-3
Others	-1	-110	-119	0	0
Cash flow from investing	-3	-113	-122	-3	-3
Free cash flow	74	512	-85	-41	331
Net borrowings	-18	-6	-1	0	0
Equity capital raised	21	0	1,200	0	0
Dividends paid	-22	-36	-112	-43	-145
Others	1	-2	76	0	0
Cash flow from financing	-18	-44	1,163	-43	-145
Net change in cash	56	357	958	-84	186

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Cash	104	455	1,407	1,314	1,491
Accounts receivable	333	116	325	736	828
Inventory	7	0	2	0	0
Other current asset	13	106	235	279	289
Total current assets	458	677	1,969	2,329	2,608
PPE	71	70	69	68	68
Other assets	35	88	99	147	158
Total Assets	563	836	2,137	2,544	2,833
Short term loan	6	0	0	0	0
Account payable	209	444	477	547	605
Current maturities	1	1	0	0	0
Other current liabilities	49	35	49	110	124
Total current liabilities	265	479	526	657	729
Long term debt	1	1	0	0	0
Other LT liabilities	11	46	53	81	87
Total LT liabilities	12	47	53	81	87
Total liabilities	276	526	578	738	816
Registered capital	180	180	380	380	380
Paid-up capital	180	180	380	380	380
Share Premium	0	0	1,000	1,000	1,000
Legal reserve	12	15	15	15	15
Retained earnings	94	112	162	410	621
Others	1	2	2	2	2
Minority Interest	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	287	309	1,559	1,806	2,017

Important Ratios (Consolidated)

	2018*	2019*	2020E	2021E	2022E
Growth (%)					
Revenue	-2.5	-8.3	40.3	126.1	12.6
EBITDA	77.0	-22.5	38.5	230.3	22.4
Net profit	100.9	-26.7	40.9	239.3	22.7
Normalized earnings	100.9	-26.7	40.9	239.3	22.7
Profitability (%)					
Gross profit margin	18.0	17.5	15.7	16.8	17.7
EBITDA margin	11.1	9.4	9.3	13.7	14.9
EBIT margin	10.7	9.0	9.0	13.5	14.7
Normalized profit margin	8.9	7.2	7.2	10.8	11.8
Net profit margin	8.9	7.2	7.2	10.8	11.8
Normalized ROA	16.2	8.7	5.8	12.4	13.2
Normalize ROE	33.8	20.4	9.2	17.3	18.6
Normalized ROCE	33.4	21.4	6.6	19.2	21.2
Risk (x)					
D/E	1.0	1.7	0.4	0.4	0.4
Net D/E	0.6	0.2	-0.5	-0.3	-0.3
Net debt/EBITDA	1.7	0.9	-7.5	-1.6	-1.5
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.23	0.17	0.11	0.38	0.47
Normalized EPS	0.23	0.17	0.11	0.38	0.47
EBITDA	0.29	0.22	0.15	0.48	0.59
Book value	0.80	0.86	2.05	2.38	2.65
Dividend	0.06	0.10	0.06	0.19	0.23
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Valuations (x)					
P/E	23.9	32.6	48.8	14.4	11.7
Norm P/E	23.9	32.6	48.8	14.4	11.7
P/BV	6.9	6.4	2.7	2.3	2.1
EV/EBITDA	18.2	19.0	25.0	7.8	6.0
Dividend yield (%)	1.1	1.8	1.0	3.5	4.3

Source: Company data, FSS research

Remark: * = Per share data ปี 2018-2019 ใช้ Par 0.50 บาทเพื่อการเปรียบเทียบ

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500	สำนักงานเอ็ม บี เค ทาวเวอร์ ชั้น 15 อาคารเอ็ม บี เค ทาวเวอร์ เลขที่ 444 ถนนพญาไท แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700, 02-680-0777	สำนักงานอัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999	สำนักงานอัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-660-5000, 02-264-6000	สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999
สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545	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 02-740-7100	สาขา สีนธร 1 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทย แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100	สาขา เคียนหวน (สินธร 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทย แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717	สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยุธิตเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193
สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130	สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180	สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300		
สาขา ขอนแก่น 311/1 ถ.กกลางเมือง (ส่งริมบึงแก่นนคร) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925	สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรชัย ๓ ต. หมากรับ อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589	สาขา เชียงใหม่ 2 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-909	สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120	สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599
สาขา นครราชสีมา 198/1 ครอบสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323	สาขา ออนไลน์ภูเก็ 22/18 ถ.หลวงพ่อร์วัดคลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499	สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777	สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219	สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วิเศษ-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595
สาขา ปัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รูสนิแผล อ.เมือง จ.ปัตตานี 073-350-140-4				

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

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, TASCO, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPIMP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA อาจ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) – Corporate Governance Report Rating 2019

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 **NR** หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (“บริษัทจดทะเบียน”) เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2562 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 30 พฤศจิกายน 2561) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC