

LOXLEY (LOXLEY TB)

บมจ. ล็อกซ์เลย์

Current	Previous	Close	2021 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2019
BUY	BUY	1.51	1.80	+ 19.2%	N/A	4

Consolidated earnings

BT (mn)	2019	2020E	2021E	2022E
Normalized profit	-190	171	228	301
Net profit	-756	-50	228	301
EPS (Bt) - norm	-0.08	0.07	0.10	0.13
EPS (Bt)- reported	-0.33	-0.02	0.10	0.13
% growth y-y	nm	nm	nm	32.2
Dividend/share (Bt)	0.00	0.00	0.05	0.07
BV/share (Bt)	2.18	2.17	2.22	2.29
EV/EBITDA (x)	nm	nm	59.6	45.2
PER (x) - norm	nm	20.2	15.2	11.5
PER (x)	nm	nm	15.2	11.5
PBV (x)	0.7	0.7	0.7	0.7
Dividend yield (%)	0.0	0.0	3.3	4.4
Norm ROE (%)	-3.9	3.5	4.5	5.8
YE No. of shares (million)	2,265	2,265	2,265	2,265
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

Source: Company data, FSS estimates

Share data

Sector	Commerce
Close (14/12/2020)	1.51
SET Index	1,476.13
Foreign limit/actual (%)	30.00/1.70
Paid up shares (million)	2,264.95
Free float (%)	62.77
Market cap (Bt m)	3,420.08
Avg daily T/O (Bt m) (2020 YTD)	7.02
hi, lo, avg (Bt) (2020 YTD)	1.72, 0.70, 1.41

Source: SetSMART

Analyst: Jitra Amornthum

Register No.: 014530

Tel.: +662 646 9966

email: jitra.a@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

 Finasia Syrus Securities

 Finasia

 @fnsyrus

คาดว่าจะสำรองผลขาดทุนบางโครงการจะไม่เกิดขึ้นอีกในอนาคต

การกลับมาขาดทุนสุทธิ 257 ล้านบาทใน 3Q20 เกิดจากประมาณการขาดทุนของโครงการในสายงาน Network Solution ที่บริษัทเคยสำรองไว้แล้วใน 3Q19 แต่สถานการณ์ COVID-19 ทำให้เงื่อนไขการทำงานบางประการเปลี่ยนไปจากเดิม การตั้งสำรองทั้งสองครั้งรวมเป็นมูลค่าสูงถึงประมาณ 1 พันล้านบาทซึ่งเราตั้งสมมติฐานว่าจะไม่เกิดเหตุการณ์นี้อีกในอนาคต แม้ไม่รวมรายการดังกล่าวกำไรปกติใน 3Q20 ยังไม่ดีเท่าที่ควร จากอัตรากำไรขั้นต้นที่ฟื้นช้ากว่าคาดนำไปสู่การปรับลดประมาณการปี 2020 เป็นขาดทุนสุทธิ 50 ล้านบาท ส่วนผลการดำเนินงานปกติคาดมีกำไร 171 ล้านบาท สำหรับปี 2021 คาดกำไรปกติฟื้นต่อเนื่องบนสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นฟื้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปและไม่ผันผวนเหมือนปี 2019-2020 เราปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 1.80 บาท (อิง Multiple approach เท่าเดิมคือ -1SD ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 20 ปี) ราคาหุ้นปัจจุบันได้สะท้อนความเสี่ยงที่น้อยลง ไปมากแล้วจนมี PBV เพียง 0.7 เท่า แนะนำซื้อ

พลิกเป็นขาดทุนอีกครั้งใน 3Q20 จากการสำรองผลขาดทุนของโครงการเพิ่ม

LOXLEY พลิกกลับมาขาดทุนสุทธิอีกครั้งจำนวน 257 ล้านบาทใน 3Q20 สาเหตุหลักมาจากการตั้งประมาณการผลขาดทุนของโครงการในสายงาน Network Solution กับหน่วยงานรัฐวิสาหกิจแห่งหนึ่ง 320 ล้านบาท โครงการนี้เคยมีการตั้งประมาณการขาดทุนไว้แล้วประมาณ 738 ล้านบาทใน 3Q19 เนื่องจากต้นทุนมีแนวโน้มสูงกว่าราคาที่บริษัทเสนอไปซึ่งทำให้ผลประกอบการ 3Q19 ขาดทุนสุทธิ 729 ล้านบาท ในช่วงการแพร่ระบาดของ COVID-19 ในปี 2020 โครงการดังกล่าวมีการเปลี่ยนแปลงขอบเขตและเงื่อนไขการทำงานบางประการ ส่งผลให้ต้นทุนและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานของโครงการนี้เพิ่มสูงขึ้น บริษัทจึงมีการทบทวนประมาณการต้นทุนโครงการใหม่และบันทึกประมาณการผลขาดทุนของโครงการเพิ่มเติมอีก 320 ล้านบาทไว้ในต้นทุนการให้บริการ ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นงวดนี้ติดลบ -0.1% ทั้งนี้ บริษัทคาดว่าไม่น่ามีผลขาดทุนเกิดขึ้นอีกในอนาคตเนื่องจากการตั้งสำรอง 2 งวดรวมกันสูงถึงราว 1 พันล้านบาทแล้ว และในระหว่างปี 2020 บริษัทได้ทำหนังสือถึงผู้ว่าจ้างโดยขอสงวนสิทธิและเรียกร้องค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมบางส่วนในการจัดซื้ออุปกรณ์และการติดตั้งที่เพิ่มขึ้นจากเปลี่ยนแปลงขอบเขตและเงื่อนไขในการทำงาน ขณะนี้ผู้ว่าจ้างอยู่ระหว่างการพิจารณาข้อเรียกร้องดังกล่าว ซึ่งไม่มีความแน่นอนว่าจะรู้ผลเมื่อใด นอกจากนี้ บริษัทได้รับการอนุมัติให้ขยายระยะเวลาดำเนินการของโครงการดังกล่าวออกไปอีก 465 วัน เชื่อว่าจะดำเนินโครงการให้แล้วเสร็จภายในเวลาที่กำหนดในสัญญา นอกจากนี้ ในงวด 3Q20 บริษัทยังมีการบันทึกกำไรพิเศษ 30 ล้านบาทจากการขายอสังหาริมทรัพย์เพื่อเสริมสภาพคล่อง

หากตัดรายการพิเศษออก งวด 3Q20 จะเป็นกำไรปกติ 31 ล้านบาท -19.7% Q-Q แต่ +258.2% Y-Y

ผลการดำเนินงานปกติดีขึ้นจากปีก่อน สาเหตุหลักมาจากการควบคุมต้นทุนและค่าใช้จ่าย

ผลการดำเนินงานของ LOXLEY ใน 3Q20 ที่ไม่รวมรายการพิเศษ 2 รายการ มีกำไรปกติ 31 ล้านบาท ถือว่าน่าผิดหวัง -19.7% Q-Q จากรายได้รวมที่ลดลง แต่ +258.2% Y-Y จากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่ลดลง โดยมีรายละเอียดดังนี้

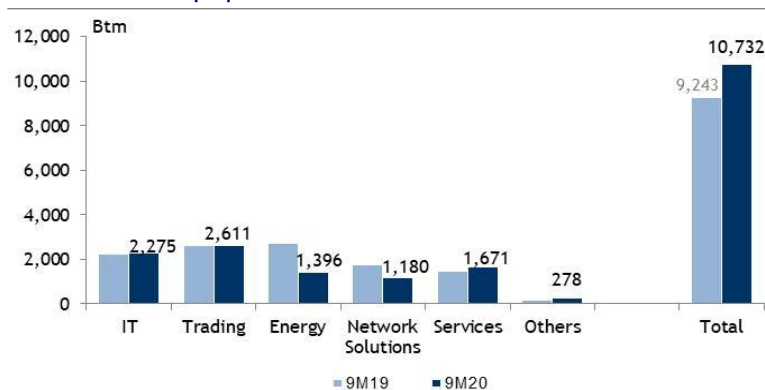
1. รายได้จากการบริการใน 3Q20 อยู่ที่ 3,071 ล้านบาท -24.4% Q-Q, -6.8% Y-Y รายได้ที่ลดลง Y-Y มาจากการหดตัวของรายได้แทบทุกสายงาน (ยกเว้นสายงาน IT ที่เพิ่มขึ้น) อันเนื่องมาจากผลกระทบจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 ส่วนรายได้ที่ลดลง Q-Q ส่วนใหญ่มาจากสายงานพลังงานและบริการ
2. อัตรากำไรขั้นต้นใน 3Q20 ที่รายงานในงบการเงินเป็น -0.1% หากไม่รวมประมาณการผลขาดทุนของโครงการในสายงาน Network Solution ซึ่งบันทึกอยู่ในต้นทุนการให้บริการ จะเป็น 10.3% แม้ว่าจะเพิ่มขึ้นจาก 2Q20 ที่ 8.5% แต่ต่ำกว่า 3Q19 (ที่ไม่รวมผลขาดทุนของโครงการในสายงาน Network Solution เช่นกัน) ที่ 12.8% และไม่สูงพอที่จะชดเชยค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารซึ่งบริษัทพยายามควบคุมอย่างเต็มที่โดยการปรับโครงสร้างองค์กรมาแล้วหลายครั้ง แม้ว่าค่าใช้จ่ายดังกล่าวจะลดลงจากปีก่อนๆ แล้ว แต่ยังมีสัดส่วน 14.5% ของรายได้ ส่งผลให้กำไรจากการดำเนินงานปกติไม่รวมดอกเบี้ยจ่ายและภาษีจ่าย (Core EBIT) ขาดทุน 96 ล้านบาท แล้งจาก 2Q20 ที่มี Core EBIT เป็นกำไร 11 ล้านบาท และ 3Q19 ที่ Core EBIT ขาดทุน 61 ล้านบาท ทั้งนี้ หากรวมการตั้งสำรองผลขาดทุนจากโครงการในสายงาน Network Solution ในงวด 3Q20 จะมี Reported EBIT ขาดทุนถึง 416 ล้านบาท และใน 3Q19 ขาดทุน 799 ล้านบาท
3. กำไรและกระแสเงินสดส่วนใหญ่ยังคงมาจากบริษัทร่วม โดยในงวด 3Q20 LOXLEY มีส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมค่า 174 ล้านบาท +104.8% Q-Q, +60.6% Y-Y และเป็นกำไรหลักของกิจการ

ผลประกอบการงวด 9M20 LOXLEY มีผลขาดทุนสุทธิ 94 ล้านบาท เทียบกับขาดทุนสุทธิ 830 ล้านบาทใน 9M19 โดยที่ในงวด 3Q20 และ 3Q19 มีการบันทึกประมาณการผลขาดทุนของโครงการในสายงาน Network Solution จำนวน 320 ล้านบาทและ 738 ล้านบาท ตามลำดับ หากตัดรายการพิเศษออก งวด 9M20 จะมีกำไรปกติ 127 ล้านบาท ดีขึ้นเมื่อเทียบกับ 9M19 ที่มีกำไรปกติ 4 ล้านบาท ผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นจากปีก่อนมาจาก 3 สาเหตุหลักคือ 1) รายได้เพิ่มขึ้น 16.1% Y-Y จากงานประมูลที่มากขึ้นกว่าปีก่อน 2) การปรับโครงสร้างองค์กรส่งผลให้ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร -20.2% Y-Y จากที่มีสัดส่วนสูงถึง 17.4% ของรายได้ในงวด 9M19 ลดลงเหลือ 11.9% ในงวด 9M20 และ 3) ส่วนแบ่งกำไรของบริษัทร่วมดีขึ้นต่อเนื่อง +28.6% Y-Y เป็น 395 ล้านบาท และเป็นกำไรหลักของบริษัท

3Q20 Earnings results (Btm)	3Q20	2Q20	%Q-Q	3Q19	%Y-Y	9M20	9019	%Y-Y
Revenues	3,071	4,064	-24.4	3,294	-6.8	10,732	9,243	16.1
Cost of services	3,074	3,719	-17.3	3,609	-14.8	9,946	8,764	13.5
Gross profit	-3	345	nm	-315	nm	786	478	64.3
SG&A	446	357	24.8	519	-14.0	1,280	1,605	-20.2
EBIT	-416	11	nm	-799	nm	-397	-938	nm
Core EBIT	-96	11	nm	-61	nm	-77	-200	nm
Interest expense	46	48	-5.5	45	0.3	143	139	3.1
Equity income	174	85	104.8	109	60.6	395	307	28.6
Net profit	-257	30	nm	-729	nm	-94	-830	nm
Normalized profit	31	38	-19.7	9	258.2	127	4	nm
Gross margin (%)	-0.1	8.5		nm		7.3	5.2	
Gross margin (%) - excl. extra items	10.3	8.5		12.8		10.3	13.2	
SG&A to sales (%)	14.5	8.8		15.7		11.9	17.4	
Net margin (%)	-8.4	0.7		-22.1		-0.9	-9.0	
Net margin (%) - excl. extra items	2.0	0.7		0.3		1.2	0.04	

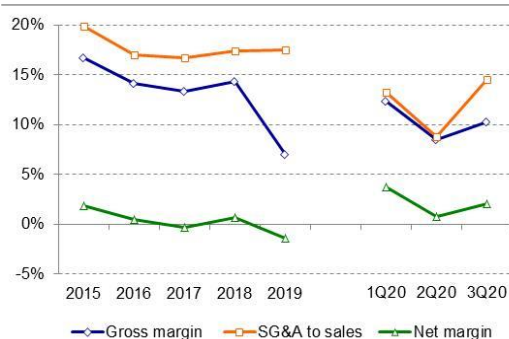
Source: LOXLEY, Finansia Research

รายได้แยกตามกลุ่มธุรกิจสำหรับผลประกอบการงวด 9M20

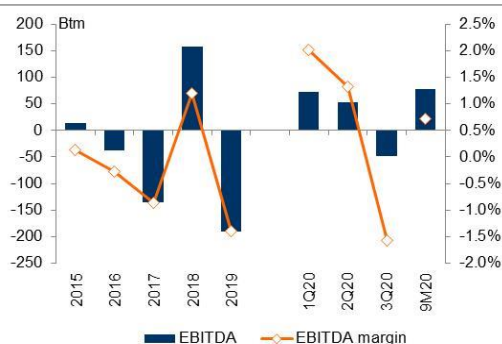


ที่มา: LOXLEY

Margins

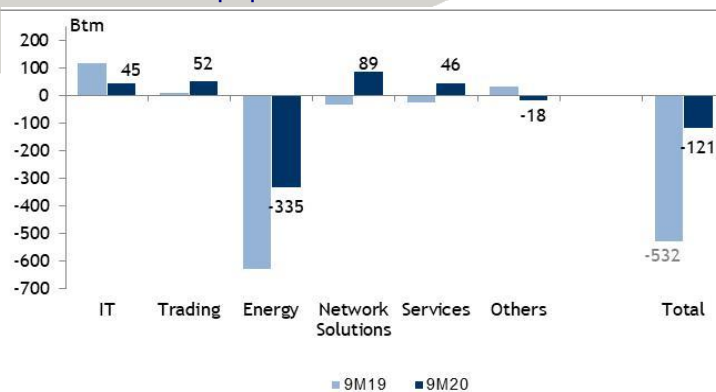


EBITDA และ EBITDA margin



ที่มา: LOXLEY, Finansia Research

EBIT แยกตามรายการกลุ่มธุรกิจสำหรับผลประกอบการงวด 9M20



ที่มา: LOXLEY

ปรับลดผลประกอบการปี 2020 เป็นขาดทุนสุทธิ 50 ล้านบาท แต่คาดปี 2021 เริ่มมีกำไร

เราปรับลดประมาณการผลประกอบการปี 2020 ให้สอดคล้องกับผลขาดทุนที่เกิดขึ้นใน 3Q20 โดยปรับเพิ่มต้นทุนการบริการขึ้นจากประมาณการเดิม 7.6% จากการบันทึกผลขาดทุนจากโครงการเพิ่มขึ้นสูงกว่าคาดดังกล่าวข้างต้นใน 3Q20 ประกอบกับอัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจพื้นซึกว่าที่เราคาด นำไปสู่การปรับลดอัตรากำไรขั้นต้นของประมาณการใหม่เป็น 8.5% จากเดิม 12.8% นอกจากนี้ การควบคุมค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารทำได้ดีกว่าที่คาด เราจึงปรับลดสัดส่วนลงจากเดิมที่คาด 14.7% ของรายได้เป็น 12.5% และปรับเพิ่มส่วนแบ่งกำไรของบริษัทรวมขึ้นจากเดิมเล็กน้อย ทั้งนี้ เราคาดว่าใน 4Q20 บริษัทจะมีกำไรปกติ 44 ล้านบาท พื้นต่อเนื่อง +43.4% Q-Q และพลิกจากขาดทุน 194 ล้านบาทใน 4Q19 ทำให้กำไรปกติทั้งปี 2020 เป็น 171 ล้านบาท พื้นจากขาดทุนจากการดำเนินงานหลัก 190 ล้านบาทในปี 2019 อย่างไรก็ตาม เมื่อรวมรายการพิเศษ คาดว่าปี 2020 จะยังมีผลขาดทุนสุทธิ 50 ล้านบาท ขาดทุนลดลงจากปี 2019 ที่ขาดทุนสุทธิ 756 ล้านบาท

สำหรับปี 2021 เราปรับลดกำไรลงจากเดิม 6.7% เป็น 228 ล้านบาทจากเดิมคาด 244 ล้านบาท โดยปรับสมมติฐานที่สำคัญ 2 ประการคือ 1) ปรับลดอัตรากำไรขั้นต้นจากเดิมที่คาด 13.1% เป็น 10.4% จากการฟื้นตัวที่ช้ากว่าคาดและอยู่บนสมมติฐานที่ Conservative กว่าเดิม และ 2) ปรับลดค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารลง 17.4% เป็น 1,792 ล้านบาท หรือคิดเป็นสัดส่วน 11.9% ของรายได้ จากประมาณการเดิมที่ว่าจะมีสัดส่วน 14.8% จากการคุมค่าใช้จ่ายได้ดีกว่าคาด

ประมาณการปี 2021 ยังคงสมมติฐานตามเดิม โดยคาดว่าจะมีกำไรปกติ 301 ล้านบาท +32.2% Y-Y

การปรับสมมติฐานผลประกอบการปี 2020-2021

(Btm)	2020E			2021E		
	Previous	New	% change	Previous	New	% change
Revenue	13,596	13,941	2.5	14,683	15,057	2.5
Cost of sales	11,859	12,758	7.6	12,767	13,499	5.7
Gross margin (%)	12.8	8.5		13.1	10.4	
SG&A	1,999	1,743	-12.8	2,170	1,792	-17.4
SG&A to sales (%)	14.7	12.5		14.8	11.9	
Equity income	477	489	2.5	490	533	8.8
Net profit	213	-50	nm	244	228	-6.7
Normalized profit	213	171	-19.7	244	228	-6.7

ที่มา: Finansia research

สภาพคล่องทางการเงินอยู่ในเกณฑ์ดี

ณ สิ้น 3Q20 LOXLEY มี IBD/E 0.93 เท่า ลดลงจาก 1.03 เท่า ณ สิ้นปี 2019 ในระหว่างปีบริษัทชำระคืนเงินกู้แก่สถาบันการเงินและเจ้าหนี้อื่น 709 ล้านบาท และมีเงินสดในมือ 1,720 ล้านบาท เพียงพอต่อการชำระคืนหนี้เงินกู้และหุ้นกู้ที่ครบกำหนดในช่วง 12 เดือนข้างหน้ารวม 1,179 ล้านบาท ขณะที่ไม่มีโครงการลงทุนขนาดใหญ่โดยคาดว่าจะมี CAPEX ราว 100 ล้านบาทต่อปีในช่วงปี 2021-2022 นอกจากนี้ อัตราส่วนสภาพคล่อง Current ratio อยู่ในเกณฑ์ดี 1.13 เท่า

ปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 1.80 บาท คงคำแนะนำซื้อ

การพลิกเป็นกำไรในปี 2021 ถือเป็นการ Turnaround ของธุรกิจ แต่อยู่บนความคาดหวังว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะมีพัฒนาการดีขึ้นและไม่ผันผวนเหมือนในช่วงปี 2019-2020 เนื่องจากธุรกิจของ LOXLEY มีความอ่อนไหวต่ออัตรากำไรขั้นต้นอย่างมากโดยเฉพาะงานที่มาจากประมูล เนื่องจากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายหลักของกิจการที่นอกเหนือจากต้นทุนการบริการ คาดว่ายังมีสัดส่วน 12% ของรายได้ในช่วงปี 2021-2022 บริษัทจำเป็นต้องผลักดันอัตรากำไรขั้นต้นให้สูงกว่า 12% ซึ่งเราคาดว่าจะยังไม่เกิดขึ้นในระยะ 2 ปีข้างหน้า ดังนั้น กระแสเงินสดและกำไรส่วนใหญของบริษัทจึงยังคงมาจากส่วนแบ่งกำไรและเงินปันผลจากบริษัทร่วมเช่นเดียวกับในช่วงหลายปีที่ผ่านมา

เราปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 1.80 บาท อิง Multiple approach เท่าเดิมคือ PBV 0.8 เท่าเท่ากับ -1SD ของค่าเฉลี่ยในรอบ 20 ปี ราคาหุ้นปัจจุบันซื้อขายที่ PBV 0.7 เท่า ยังต่ำกว่าราคาเป้าหมายอยู่ 19% จึงยังคงแนะนำซื้อ

PBV ปี 2001 – Present



ที่มา: Finansia Research

ความเสี่ยงที่สำคัญที่อาจมีผลต่อประมาณการ

ความเสี่ยงจากการประเมินต้นทุนของโครงการผิดพลาดและเกิดความล่าช้าของโครงการ งานของกลุ่มบริษัทส่วนใหญ่เป็นโครงการที่มีกำหนดระยะเวลาการดำเนินงานให้แล้วเสร็จที่แน่นอน และมีการรับประกันผลงานตามที่กำหนดในสัญญา หากไม่สามารถดำเนินการให้แล้วเสร็จตามกำหนดในสัญญา หรือมีความบกพร่องเกี่ยวกับการดำเนินงาน บริษัทอาจต้องชดเชยค่าปรับตามที่กำหนดในสัญญา แม้ว่าบริษัทจะจัดให้มีการทำประกันภัยสำหรับแต่ละโครงการ แต่หากสาเหตุของความล่าช้าของโครงการเกิดจากปัจจัยภายนอกที่อยู่นอกเหนือการควบคุมของบริษัท เช่น ความล่าช้าจากการส่งของจากคู่ค้า หรือการเปลี่ยนแปลงอุปกรณ์ที่ติดตั้งที่ชำรุด อาจทำให้ต้นทุนบานปลาย (Cost overrun) กระทบต่อกำไรของโครงการ

ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายของภาครัฐ งานโครงการส่วนใหญ่ของกลุ่มบริษัทเป็นงานของภาครัฐ รายได้ของงานกลุ่มนี้จึงสัมพันธ์กับงบประมาณรายจ่ายของประเทศ รวมถึงความมั่นคงทางการเมืองและภาวะเศรษฐกิจ หากเกิดการเปลี่ยนแปลงนโยบายของรัฐบาลหรือความไม่มั่นคงทางการเมือง อาจส่งผลกระทบต่อการประมูลงานและการสร้างรายได้ของบริษัท

ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยี กลุ่มบริษัทดำเนินธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีสารสนเทศ ซึ่งมีการเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลาและเป็นไปอย่างรวดเร็ว รวมถึงอุตสาหกรรมมีการแข่งขันสูง หากไม่สามารถติดตามพัฒนาการของเทคโนโลยีและข้อมูลข่าวสารทางธุรกิจให้สอดคล้องกับความต้องการของตลาด อาจทำให้บริษัทสูญเสียลูกค้าและเสียโอกาสทางธุรกิจได้

ความเสี่ยงจากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่อยู่ในระดับสูง กลุ่มบริษัทเป็นองค์กรขนาดใหญ่ มีธุรกิจหลากหลาย มีบุคลากรจำนวนมาก ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวกับพนักงานซึ่งอยู่ในส่วนของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเป็นค่าใช้จ่ายหลักของบริษัทนอกเหนือจากต้นทุนการบริการ ในช่วงปี 2012-2019 ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารมีจำนวน 2.0-2.4 พันล้านบาท คิดเป็นสัดส่วน 14-18% ของรายได้ ในขณะที่บริษัทมีอัตรากำไรขั้นต้นเพียง 7-15% จึงมี EBIT ติดลบหลายปีติดต่อกัน บริษัทได้ผ่านการปรับโครงสร้างองค์กรหลายครั้ง ล่าสุดการปรับโครงสร้างองค์กรโดยตัดธุรกิจที่ไม่ทำกำไร จัดกลุ่มสายงานต่างๆ ให้มีความชัดเจนขึ้น มุ่งเน้นบริหารค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารให้มีประสิทธิภาพ และเริ่มเห็นผลตั้งแต่ต้นปี 2020 บริษัทจำเป็นต้องควบคุมรายจ่ายดังกล่าวต่อไป มิเช่นนั้นอาจประสบผลขาดทุนได้ไม่ยากนักเพราะอัตรากำไรขั้นต้นยังไม่สูงมากพอ

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	13,188	13,613	13,941	15,057	15,997
Cost of sales	11,296	12,664	12,758	13,499	14,288
Gross profit	1,892	949	1,183	1,558	1,708
SG&A	2,300	2,389	1,743	1,792	1,904
Operating profit	-408	-1,439	-560	-233	-195
Other income	374	230	167	181	192
EBIT	-14	-1,196	-392	-53	-3
EBITDA	158	-191	129	154	206
Interest expense	185	189	185	168	171
Equity income	355	444	489	533	565
Tax on income	83	97	43	91	98
Minority interest	18	13	-17	7	8
Norm profit	92	-190	171	228	301
Extra items	0	-565	-221	0	0
Net profit	92	-756	-50	228	301

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Profit before tax	74	-769	-33	221	293
Depre. & amort.	172	171	201	207	209
Change in working capital	-307	-541	-786	-551	-365
Other adjustments	-77	559	-64	-115	-543
Cash flow from operation	-138	-580	-682	-238	-406
Capital expenditure	102	420	-29	-89	-109
Dvd received from sub.	518	497	508	554	576
Cash flow from investing	619	917	480	466	468
Free cash flow	481	337	-202	228	62
Net borrowings	-305	791	-825	-305	-205
Capital raised	0	0	0	0	0
Paid Dividends	-159	0	0	-114	-151
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	-464	791	-825	-419	-356
Net change in cash	18	1,128	-1,027	-191	-294

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Cash & bank deposit	1,118	2,246	1,218	1,027	733
Short term investment	580	212	212	212	212
Trade receivable	3,303	3,443	3,628	3,630	3,857
Unbilled trade A/R	1,284	1,374	1,413	1,403	1,402
Inventory	1,430	2,225	2,272	1,886	1,840
Other current assets	550	427	446	452	192
Total current assets	8,453	10,123	9,440	8,860	8,487
Investment in sub.	3,218	2,918	3,065	3,065	3,065
Investment properties	598	624	624	624	624
PP&E	1,108	1,137	951	943	935
Receivable under debt restructuring	804	660	580	560	480
Unbilled A/R	136	0	0	0	0
Goodwill	39	39	39	39	39
Other assets	139	119	139	151	160
Total assets	15,097	16,197	15,409	14,807	14,349
Short-term loans	1,823	2,813	2,000	2,000	2,100
Trade account payable	2,851	4,306	3,845	3,698	3,719
Contracted liabilities	1,372	517	486	518	509
Current maturity	65	590	1,091	680	358
Other current liabilities	172	394	380	400	382
Total current liabilities	6,284	8,620	7,801	7,296	7,068
Long-term loan	1,000	995	950	970	912
Long-term bond	1,000	700	700	400	100
Other L-T liabilities	813	867	906	979	960
Total L-T liabilities	2,813	2,562	2,556	2,349	1,972
Total liabilities	9,097	11,181	10,357	9,644	9,040
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	142	142	142	142	142
Retained earnings	1,104	310	298	412	563
MI	103	82	130	126	122
Total equity	5,897	4,933	4,922	5,036	5,187

Important Ratios (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Growth (%)					
Revenues	-15.7	3.2	2.4	8.0	6.2
EBITDA	nm	nm	nm	nm	33.2
Net profit	82.6	-921.0	nm	nm	32.2
Norm profit	nm	nm	nm	nm	32.2
Profitability Ratios (%)					
Gross profit margin	14.3	7.0	8.5	10.4	10.7
EBITDA margin	1.2	-1.4	0.9	1.0	1.3
EBIT margin	-0.1	-8.8	-2.8	-0.3	0.0
Norm profit margin	0.7	-1.4	1.2	1.5	1.9
Net profit margin	0.7	-5.6	-0.4	1.5	1.9
Norm ROA	0.6	-1.2	1.1	1.5	2.1
Norm ROE	1.6	-3.9	3.5	4.5	5.8
Norm ROCE	-0.2	-15.8	-5.2	-0.7	-0.04
Risk (x)					
D/E	1.5	2.3	2.1	1.9	1.7
Net D/E	1.3	1.8	1.8	1.7	1.6
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.04	-0.33	-0.02	0.10	0.13
Norm EPS	0.04	-0.08	0.07	0.10	0.13
EBITDA	0.07	-0.08	0.06	0.07	0.09
FCF	0.21	0.15	-0.09	0.10	0.03
BVS	2.60	2.18	2.17	2.22	2.29
DPS	0.00	0.00	0.00	0.05	0.07
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	37.8	nm	nm	15.2	11.5
Norm P/E	37.8	nm	20.2	15.2	11.5
P/BV	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBTDA	61.6	nm	nm	59.6	45.2
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	3.3	4.4

Source: Company data, Finansia research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศ 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 อรุณารินทร์ 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 สันทร 1 130-132 อาคารสันทร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100	สาขา เคียนหวน (สินธร 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717	สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิตเลขที่ 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.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925	สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรธวัช ๓. หมายกแซง 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 ต.ระดมมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323	สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดิลก 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.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595
สาขา บิดดาดี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รุดมมัลล อ.เมือง จ.บิดดาดี 073-350-140-4				

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" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชักชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อการเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ 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, PS, 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, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ 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 **N/R** 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