

UPA (UPA TB)

BUY

บมจ. ยูไนเต็ท เพาเวอร์ ออฟ เอเชีย

Previous	--
2021 Target Price (Bt)	0.42
Price (15/01/2021)	0.27
up/downside (%)	+55.6
SET Index	1,519.13
Sector	mai/Resources
Foreign limitactual (%)	49.00/32.08
Free float (%)	63.57
Market cap (Bt m)	2,735.19
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	20.81
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	0.29, 0.20, 0.25
IOD 2020	N/R
THAI CAC	N/A

ปี 2021 ปีแห่งการ Turnaround

เราเริ่มต้นการวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำซื้อ การเข้าลงทุน 80% ในโรงไฟฟ้าโซลาร์เวียดนาม 46.7 MW เมื่อ ธ.ค. 2020 บวกกับโซลาร์สหกรณ์ในประเทศไทยที่มีอยู่ 7.95 MW และโครงการผลิตน้ำประปาในสปป.ลาว เพียงพอให้ UPA พลิกเป็นกำไรได้ตั้งแต่ 1Q21 นอกจากนี้ โรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ 200 MW ที่เมียนมาร์คาดว่าจะเข้ามาเพิ่มรายได้อย่างมีนัยสำคัญตั้งแต่ปี 2024 เราคาดว่ากำไรสุทธิปี 2021-2023 โตเฉลี่ย 5.9% CAGR จาก 26.4 ล้านบาทในปี 2021 เป็น 29.5 ล้านบาทปี 2023 ก่อนยกฐานขึ้นเป็นกว่า 400 ล้านบาทตั้งแต่ปี 2024 ประเมินราคาเหมาะสม 0.42 บาท (DCF, WACC 9.4%) ประมาณการของเรายังไม่รวมธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ (คอนโดที่เช่าใหญ่เหลือขาย 21 ยูนิตและที่ดินพร้อมขายที่พังงา) และโอกาสต่อยอดการลงทุนในโรงไฟฟ้าทั้งในประเทศและ CLMV ที่กำลังศึกษาสถานะ รวมถึง One Central Tower ที่ดินที่มีศักยภาพในพมเปญ

คาดพลิกเป็นกำไรตั้งแต่ 1Q21 จากการรวมโรงไฟฟ้า Song Luy

การซื้อกิจการ AIDC Solar Power Number 1 เป็นที่เรียบร้อยแล้วตั้งแต่วันที่ 1 ธ.ค. 2020 เป็นปัจจัยหลักที่จะทำให้ผลประกอบการของ UPA พลิกเป็นกำไรตั้งแต่ 1Q21 เพราะทำให้บริษัทได้เข้าไปถือหุ้น 80% ในโรงไฟฟ้าโซลาร์ Song Luy ประเทศเวียดนาม ซึ่งเป็นโรงไฟฟ้าที่มีกำไรแล้ว มีสัญญาซื้อขายไฟฟ้า 20 ปี กำลังการผลิต 46.7 MW อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า UPA จะยังขาดทุน 13.3 ล้านบาทใน 4Q20 แม้จะรวมโรงไฟฟ้า Song Luy เข้ามา 1 เดือนใน ธ.ค. 2020 แต่ไม่มากพอจะสร้างกำไรได้

คาดกำไรปี 2021-2023 เติบโตเฉลี่ย 5.9% CAGR

ปัจจุบัน UPA ประกอบธุรกิจพลังงาน มีโครงการโซลาร์สหกรณ์ในไทย 7.95 MW และโรงไฟฟ้า Song Luy เวียดนาม 46.7 MW (ถือ 80%) มีธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ 2 โครงการคือเดอะพีโน้ เขาใหญ่ ที่เหลืออยู่ 21 ยูนิต และที่ดินพร้อมขายที่จ.พังงา และมีธุรกิจสาธารณูปโภค โดยถือหุ้น 18% ในโครงการผลิตน้ำประปาให้รัฐวิสาหกิจน้ำประปานครหลวงของ สปป.ลาว การเติบโตในปี 2021-2023 จะมาจากโรงไฟฟ้าในไทยและเวียดนามเป็นหลักซึ่งมีกำลังผลิตรวม 45.3 Equity MW เราคาดว่ากำไรในช่วง 3 ปีนี้เท่ากับ 26.4 ล้านบาท 27.7 ล้านบาท และ 29.5 ล้านบาท ตามลำดับ +5.9% CAGR ส่วนโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ 200 MW ที่เมียนมาร์จะเข้ามาต่อยอดรายได้ปี 2024 เป็นต้นไป ประมาณการของเรายังไม่รวมการขายคอนโดเดอะพีโน้ เขาใหญ่ ที่ดินในพังงา และโอกาสที่บริษัทจะได้ลงทุนในธุรกิจพลังงานเพิ่มซึ่งอยู่ระหว่างศึกษาสถานะในหลายโครงการทั้งในประเทศและในกลุ่ม CLMV

โรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ 200 MW ที่เมียนมาร์จะต่อยอดรายได้ตั้งแต่ปี 2024

โรงไฟฟ้าพลังงานก๊าซธรรมชาติ กำลังผลิต 200 MW ในเขตเศรษฐกิจพิเศษทวาย ใช้เวลาการก่อสร้างราว 3 ปี คาด COD ในปี 2024 จะช่วยต่อยอดรายได้ของ UPA ให้เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ การเข้าไปลงทุนในเขตเศรษฐกิจพิเศษทวาย ซึ่งเป็นศูนย์กลางทางเศรษฐกิจของเมียนมาร์ เป็นแหล่งลงทุนที่มีศักยภาพสูงในอาเซียน เปิดโอกาสให้บริษัทต่อยอดการลงทุนในเมียนมาร์ต่อไป

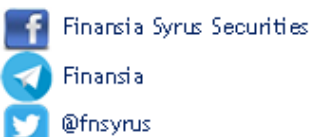
ประเมินมูลค่าเหมาะสม 0.42 บาท

เราประเมินราคาเหมาะสมของ UPA ที่ 0.42 บาทจากวิธี DCF ของโรงไฟฟ้า 3 แห่ง ได้แก่โซลาร์สหกรณ์ 7.95 MW โรงไฟฟ้าโซลาร์ Song Luy เวียดนาม 46.7 MW (ถือ 80%) และโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติที่เมียนมาร์ 200 MW (ตั้งสมมติฐาน UPA ถือ 51%) ทั้งนี้ ยังไม่ได้รวม Hidden assets เช่น ที่ดินที่บริษัทลงทุนในกัมพูชา และที่ดินที่โครงการพังงา ราคาหุ้นปัจจุบันที่ 0.22 บาท มี 2021PBV เพียง 0.53 เท่า หรือ -0.9SD ของค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 4 ปี แนะนำซื้อ

Consolidated earnings				
BT (mn)	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	48	54	244	244
Normalized profit	-75	-28	26	28
Net profit	-64	-40	26	28
EPS (Bt) - norm	-0.046	-0.003	0.003	0.003
EPS (Bt) - reported	-0.010	-0.004	0.003	0.003
% growth y-y	nm	nm	nm	5.2
Dividend/share (Bt)	0.000	0.000	0.001	0.001
BV/share (Bt)	0.38	0.41	0.41	0.41
EV/EBITDA (x)	nm	nm	55.2	53.3
PER (x) - norm	nm	nm	103.8	98.6
PER (x)	nm	nm	103.8	98.6
PBV (x)	0.71	0.65	0.66	0.66
Dividend yield (%)	0.00	0.00	0.48	0.51
Norm ROE (%)	-2.5	-0.9	0.6	0.7
YE No. of shares (million)	6,670	10,130	10,130	10,130
Par (Bt)	0.50	0.50	0.50	0.50

Source: Company data, Finansia estimates

Analyst: Jitra Amornthum
 Register No.: 014530
 Tel.: +662 646 9966
 email: jitra.a@fnsyrus.com
 www.fnsyrus.com



Company Overview

UPA มีบริษัทย่อยทั้งสิ้น 8 บริษัทและมีการลงทุนใน 3 ธุรกิจหลัก ได้แก่

- 1) ธุรกิจพลังงาน มีการลงทุนในโรงไฟฟ้าสหกรณ์ในไทยรวม 7.95 MW และลงทุนสัดส่วน 80% ในโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในเวียดนาม รวมถึงอยู่ระหว่างลงทุนโรงไฟฟ้าพลังงานก๊าซธรรมชาติ ขนาด 200 MW ในเมียนมาร์
- 2) ธุรกิจสาธารณูปโภค โดยการลงทุนในสัดส่วน 18% ในโครงการน้ำประปาแสนดินใน สปป.ลาว กำลังการผลิตรวมสูงสุด 48,000 ลบ.ม./วัน
- 3) ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ มีโครงการเดอะ ฟิโน้ เขาใหญ่ และมีที่ดินเปล่าในอำเภอตะกั่วทุ่ง จังหวัดพังงา

Valuation Methodology

เราประเมินราคาเหมาะสมของ UPA ที่ 0.42 บาทจากวิธี DCF ของโรงไฟฟ้า 3 แห่งได้แก่โซลาร์สหกรณ์ 7.95 MW โรงไฟฟ้าโซลาร์ Song Luy เวียดนาม 46.7 MW (UPA ถือ 80%) และโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติที่เมียนมาร์ 200 MW (ตั้งสมมติฐาน UPA ถือ 51%) ทั้งนี้ ยังไม่ได้รวม Hidden assets เช่น ที่ดินที่บริษัทลงทุนในกัมพูชา และที่ดินที่โครงการพังงา เป็นต้น

ณ ราคาเหมาะสม 0.42 บาท คิดเป็น 2021 Implied PBV เพียง 1.02 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทในช่วง 4 ปีที่ผ่านมาเพียงเล็กน้อย และต่ำกว่ากลุ่มโรงไฟฟ้าในประเทศที่มี PBV เฉลี่ย 2.3 เท่าอยู่มาก ราคาหุ้นปัจจุบันที่ 0.22 บาท ซื้อขายที่ PBV ต่ำเพียง 0.53 เท่า หรือ -0.9SD ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 4 ปี

ESG

Environment

- UPA ให้ความสำคัญกับการลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมตามมาตรฐานสากลก่อนการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ และปลูกฝังจริยธรรมแก่บุคลากรของบริษัทฯ ให้ตระหนักถึงสิ่งแวดล้อม ยึดหลักการตามระเบียบ กฎหมาย และมาตรการลดผลกระทบที่กำหนดในรายงาน EIA รวมถึงเข้าพบประชุมชนเพื่อสอบถามความคิดเห็น

Social

- UPA มีนโยบายรับผิดชอบต่อสังคมตั้งแต่ก่อนพัฒนาโครงการ โดยเข้าพูดคุยสอบถามความคิดเห็นต่างๆ รวมถึงจัดกิจกรรมดำเนินงานด้าน CSR เพื่อลดปัญหาการต่อต้านจากชุมชน
- มีการจัดการดูงานในโรงไฟฟ้าเพื่อให้ความรู้แก่บุคลากรทั้งภาครัฐและเอกชน รวมถึงตัวแทนมหาวิทยาลัย
- มีการสนับสนุนงานแข่งขันเทนนิส GAC Group 2014 ITTF World Tour Grand Finals ซึ่งช่วยสนับสนุนภาพลักษณ์และวัฒนธรรมไทยสู่สายตาโลก

Governance

- UPA ปฏิบัติตามหลักการกำกับกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนตามแนวทางที่ SET กำหนด 5 หมวด ดังนี้
 - 1) สิทธิของผู้ถือหุ้น โดยให้ความสำคัญในสิทธิขั้นพื้นฐานต่างๆ เช่น จัดส่งหนังสือเชิญประชุมพร้อมข้อมูล เปิดโอกาสให้มอบฉันทะเข้าประชุมแทน เปิดโอกาสในส่งความเห็น ข้อเสนอแนะอย่างเท่าเทียม จัดทำรายงานการประชุม เป็นต้น
 - 2) ปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียม ไม่ว่าจะเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือรายย่อย ทั้งการแจ้งกำหนดการประชุม เผยแพร่เอกสารทั้งภาษาไทยและอังกฤษ สนับสนุนให้มีการเลือกตั้งกรรมการเป็นรายคน เป็นต้น
 - 3) บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย โดยให้ความสำคัญกับทุกกลุ่ม ได้แก่ ผู้ถือหุ้น พนักงาน คู่ค้า ลูกค้า เจ้าหนี้ สังคมและส่วนรวม เป็นต้น เปิดให้จ้างชั่วคราวเรียนหากมีความไม่ถูกต้อง โดยกรรมการอิสระและตรวจสอบจะดำเนินการตรวจสอบและแก้ไข
 - 4) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส โดยให้ความสำคัญกับความถูกต้อง ครบถ้วน เพียงพอ โปร่งใสและทันเวลาทั้งข้อมูลทางการเงินและข้อมูลทั่วไป มีผ่านนักลงทุนสัมพันธ์ ติดต่อสื่อสารกับนักลงทุน
 - 5) ความรับผิดชอบของกรรมการ โดยปัจจุบันมีคณะกรรมการบริษัท 5 ท่าน เป็นผู้บริหารด้วย 2 ท่าน ไม่เป็นผู้บริหาร 3 ท่าน และมีความเป็นอิสระ 3 ท่านซึ่งเกินกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนคณะกรรมการทั้งหมดซึ่งเกิดการถ่วงดุลในการพิจารณาออกเสียง และเป็นไปตามข้อกำหนดของ SEC และ SET โดยมีเจตนากรณีในการดำเนินธุรกิจอย่างโปร่งใส ขจัดความขัดแย้งทางผลประโยชน์

คาดพลิกเป็นกำไรตั้งแต่ 1Q21 จากการรวมโรงไฟฟ้า Song Luy

การซื้อกิจการ AIDC Solar Power Number 1 ในสัดส่วน 83.33% เป็นที่เรียบร้อยตั้งแต่วันที่ 1 ธ.ค. 2020 เป็นปัจจัยหลักที่จะทำให้ UPA สามารถพลิกมาเป็นกำไรได้ตั้งแต่ใน 1Q21 ทั้งนี้ AIDC Solar Power Number 1 ถือหุ้น 96.0% ในบริษัท Binh Thuan Solar Power Investment Joint Stock (B-Solar) ซึ่งดำเนินโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ Song Luy (Song Luy 1 Solar Power Plant) ในประเทศเวียดนาม มีสัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับ Vietnam Electricity (EVN) เป็นเวลา 20 ปี มีขนาดกำลังการผลิตติดตั้ง 46.7 MW เริ่ม COD แล้วตั้งแต่ 16 พ.ค. 2019 เท่ากับว่า UPA ถือหุ้น 80.0% ในโรงไฟฟ้า Song Luy และจะสามารถรับรู้ผลประกอบการของโรงไฟฟ้า Song Luy ซึ่งมีกำไรแล้ว เข้ามาทันที 1 เดือนในปี 2020 และเต็มปีตั้งแต่ปี 2021 เป็นต้นไป นับเป็นการลงทุนในประเทศเวียดนามเป็นครั้งแรกของ UPA

ปี 2019 ซึ่งเป็นปีแรกของการดำเนินงานของโรงไฟฟ้า Song Luy (ไม่เต็มปี) มีรายได้ 146.2 ล้านบาท มีอัตรากำไรขั้นต้น 70.2% และมีกำไรสุทธิ 21.5 ล้านบาท คิดเป็นอัตรากำไรสุทธิ 14.6% เราคาดรายได้ตลอดอายุสัญญาที่เหลือ (สิ้นสุดปี 2038) ของ B-Solar ที่ 200-220 ล้านบาทต่อปี คาดกำไรสุทธิ 40-45 ล้านบาทต่อปี ในช่วงปีแรกๆ ก่อนทยอยเพิ่มขึ้นในอัตราเร่งหลังทยอยชำระคืนเงินกู้สถาบันการเงินจนครบ

มูลค่าเงินลงทุนครั้งนี้เท่ากับ 749.6 ล้านบาท แหล่งเงินลงทุนมาจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของ UPA และเงินที่ได้จากการเพิ่มทุนให้ผู้ถือหุ้นเดิมในช่วงเดือน ต.ค. 2020 จำนวน 4,000 ล้านหุ้น (พาร์ 0.50 บาท) ราคาหุ้นละ 0.15 บาท (อัตราส่วน 1.66750004375 : 1) ซึ่งบริษัทได้รับเงิน 518.5 ล้านบาท

งบการเงินของ B-Solar

(Btm)	2018	2019
Revenue	0.0	146.2
Cost of sales	0.0	43.5
Gross profit	0.0	102.7
SG&A	2.0	13.8
Interest expense	0.0	67.5
Net profit	-1.5	21.5
Gross profit	na	70.2%
SG&A % to sales	na	9.5%
Net margin	na	14.6%

หมายเหตุ: งบการเงินตรวจสอบโดย Founders Asia Consulting Auditing Co. Ltd. (FCA และอ้างอิงอัตราแลกเปลี่ยนเท่ากับ 0.001351 บาทต่อ 1 ดองเวียดนาม

ที่มา: UPA รายงานสารสนเทศรายการได้มาซื้อสินทรัพย์

โรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ 200 MW ที่เมียนมาร์จะเข้ามาต่อยอดรายได้ตั้งแต่ปี 2024

ในปี 2016 บริษัทได้ลงนามในสัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งเมียนมาร์ (EPGE) ในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานก๊าซธรรมชาติ ที่ตั้งอยู่ในเขตเศรษฐกิจพิเศษทวาย (Dawei Special Economic Zone : DSEZ) มีขนาดกำลังการผลิต 200 MW อัตราค่าไฟฟ้า US\$0.0333 ต่อกิโลวัตต์-ชั่วโมง ได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาลเมียนมาร์เป็นผู้จัดหาก๊าซธรรมชาติให้โดยไม่คิดค่าใช้จ่าย โครงการนี้ล่าช้าจากกำหนดการเดิมเนื่องจากรัฐบาลเมียนมาร์ไม่สามารถจัดหาเงินกู้จาก ADB เพื่อทำการก่อสร้างสายส่งไฟฟ้าขนาด 230 กิโลโวลต์ (kV) เข้ามายังที่ตั้งโครงการ แต่เชื่อว่าการดำเนินการของรัฐบาลเมียนมาร์มีความคืบหน้ามากขึ้น ในขณะที่บริษัทเตรียมความพร้อมในส่วนของบริษัทไว้แล้ว ไม่ว่าจะเป็นการประเมินผลกระทบทางสิ่งแวดล้อม (ESIA) การคัดเลือกผู้รับงาน EPC ที่ปรึกษาทางการเงิน ที่ปรึกษาด้านกฎหมาย รวมถึงด้านอื่นๆ โครงการนี้มีระยะเวลาการก่อสร้างประมาณ 3 ปี อายุสัญญา 30 ปีนับจากวันที่เริ่ม COD เราคาดว่าน่าจะเริ่ม COD ได้ในปี 2024 ส่งผลให้รายได้ของ UPA เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญตั้งแต่ปี 2024 เป็นต้นไป นอกจากนี้ การเข้าไปลงทุนในเขตเศรษฐกิจพิเศษทวายซึ่งเป็นศูนย์กลางทางเศรษฐกิจของเมียนมาร์และเป็นแหล่งลงทุนที่มีศักยภาพสูงในภูมิภาคอาเซียน เป็นการเปิดโอกาสให้บริษัทต่อยอดการลงทุนในเมียนมาร์ต่อไป

ปัจจุบันมีธุรกิจพลังงานเป็นพระเอก

ธุรกิจในปัจจุบันของ UPA แบ่งออกเป็น 3 ธุรกิจ ได้แก่ ธุรกิจพลังงาน ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจสาธารณูปโภค

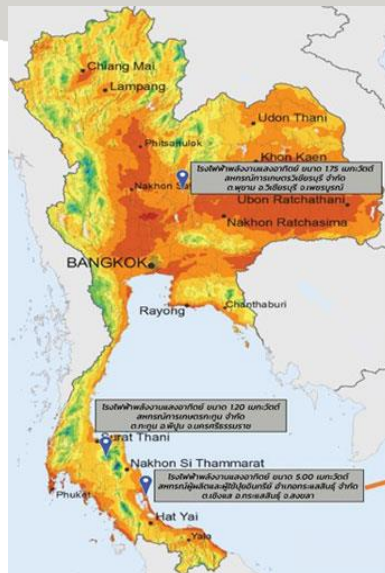
1. **ธุรกิจพลังงาน** ปัจจุบันกลุ่ม UPA มีโครงการโรงไฟฟ้า 4 โครงการ โดย 3 โครงการแรกเป็นโรงไฟฟ้าโซลาร์สทอร์มที่เริ่ม COD ตั้งแต่ปลายปี 2018 มีกำลังผลิตรวม 7.95 MW ราคารับซื้อไฟฟ้า 4.12 บาท/หน่วยเท่ากันทุกโครงการ อายุสัญญา 25 ปี นับจากวันที่ COD ส่วนโครงการล่าสุดเมื่อเดือน ธ.ค. 2020 บริษัทได้เข้าถือหุ้น 80% ในโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ Song Luy ประเทศเวียดนาม มีกำลังการผลิต 46.7 MW ราคารับซื้อไฟฟ้า อายุสัญญา 20 ปี เป็นโรงไฟฟ้าที่ COD แล้วตั้งแต่เดือน พ.ค. 2019 จึงเริ่มรับรู้รายได้ทันทีตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2020

โครงการโรงไฟฟ้าของกลุ่ม UPA

	กำลังการผลิต (MW)	ราคารับซื้อไฟฟ้า	วันที่ COD	อายุสัญญา
สทอร์มผู้ผลิตและผู้ใช้ปุ๋ยอินทรีย์ จ.สงขลา	5.00	4.12 บาท/kWh	27 ธ.ค. 2018	25 ปี
โครงการสทอร์มการเกษตรวิเชียรบุรี จ.เพชรบูรณ์	1.75	4.12 บาท/หน่วย	21 ธ.ค. 2018	25 ปี
โครงการสทอร์มการเกษตรระฆังจ.นครศรีธรรมราช	1.20	4.12 บาท/หน่วย	25 ธ.ค. 2018	25 ปี
โรงไฟฟ้าโซลาร์ Song Luy เวียดนาม ¹	46.7	FiT	16 พ.ค. 2019	20 ปี

หมายเหตุ: 1 บริษัทถือหุ้น 80% ในโครงการโซลาร์ Song Luy เวียดนาม
ที่มา: UPA

โซลาร์สทอร์มทั้ง 3 แห่งในไทย



ที่มา: UPA website

โรงไฟฟ้า Song Luy1 ประเทศเวียดนาม



2. **ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์** ปัจจุบันกลุ่ม UPA ดำเนินโครงการ 2 โครงการได้แก่ โครงการเดอะพีโน้ เขาใหญ่ และโครงการพังงา ทั้งนี้ โครงการเดอะพีโน้ เขาใหญ่ ซึ่งเป็นคอนโดมิเนียมมี 40 ยูนิต ณ สิ้นงวด 9M20 มีจำนวนยูนิตคงเหลือ 21 ยูนิต

โครงการอสังหาริมทรัพย์ 3 แห่งที่ดำเนินงานโดยกลุ่ม UPA

โครงการ	ลักษณะโครงการ	ขนาดโครงการ	สถานที่
The Pino Khaoyai	คอนโดมิเนียมที่พักอาศัย	อาคารสูง 5 ชั้น จำนวน 40 ยูนิต	อ.ปากช่อง จ. นครราชสีมา
Phang Nga	โครงการพัฒนาที่ดินเพื่อขาย	เนื้อที่ 18 ไร่เศษ	อ.ตะกั่วทุ่ง จ.พังงา

ที่มา: UPA

โครงการเดอะพีโน้ เขาใหญ่



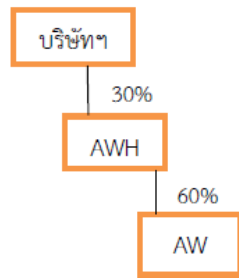
ที่มา: UPA website

โครงการพังงา



ที่มา: UPA website

3. **ธุรกิจสาธารณูปโภค** UPA มีโครงการผลิตน้ำประปาเพื่อจำหน่ายให้กับรัฐวิสาหกิจน้ำประปานครหลวงของสปป.ลาว โครงการตั้งอยู่ที่นครหลวงเวียงจันทน์ ทั้งนี้ ในเดือน ต.ค. 2019 บริษัทได้ซื้อหุ้น 30% ของ AIDC Water Holding (Singapore) Pte. Ltd. (AWH) ซึ่งถือหุ้น 60% ใน บจ.เอเชีย วอเตอร์ (AWS) ซึ่งเป็นผู้ดำเนินโครงการผลิตน้ำประปาแสนดิน ส่งผลให้บริษัทถือหุ้นทางอ้อมในโครงการดังกล่าว 18% โครงการนี้มีระยะเวลาสัมปทาน 50 ปี กำลังการผลิต 48,000 ลูกบาศก์เมตรต่อวัน เริ่มผลิตเชิงพาณิชย์แล้วตั้งแต่เดือน มิ.ย. 2019 เป็นธุรกิจที่สร้างรายได้ประจำให้แก่ UPA ตลอดอายุสัมปทาน ซึ่งบริษัทรับรู้เป็นส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม



ที่มา: UPA

โครงสร้างรายได้

โครงสร้างรายได้ในปี 2016-2017 รายได้ 41-52% ของรายได้รวม มาจากการขายไฟฟ้า ส่วนรายได้จากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มีสัดส่วน 7-34% และยังมีรายได้จากการพัฒนาซอฟต์แวร์จากบริษัทย่อยคือ บจ. อินฟอร์เมติกส์ พลัส 14-51% ของรายได้รวม

สำหรับปี 2018 ที่รายได้รวมลดลงเหลือเพียง 0.5 ล้านบาท เนื่องจากบริษัทไม่มีรายได้จากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ และจากธุรกิจซอฟต์แวร์ (UPA ขายกิจการทั้งหมดใน บจ. อินฟอร์เมติกส์ พลัส เนื่องจากมีผลขาดทุนอย่างต่อเนื่อง) มีเพียงรายได้จากการขายไฟฟ้าจาก 2 โครงการขนาดรวม 2.95 MW ซึ่งรับรู้รายได้เพียง 1 เดือนในเดือน ธ.ค. 2018 ส่วนโรงไฟฟ้า Gas engine กำลังการผลิต 6-20 MW ได้สิ้นสุดสัญญาในระหว่างปี 2017

นับตั้งแต่ปี 2019 ถึงงวด 9M20 รายได้ทั้งหมดมาจากการขายไฟฟ้าของโซลาร์สหกรณ์ 3 โครงการ ขนาดกำลังการผลิตรวม 7.95 MW โดยยังไม่มีรายได้การขายอาคารของโครงการเดอะ ฟิโน เขาใหญ่

UPA มีผลขาดทุนสุทธิต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2016 ถึง 9M20 ส่วนใหญ่เกิดจากรายได้ที่ยังไม่สูงพอชดเชยค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร

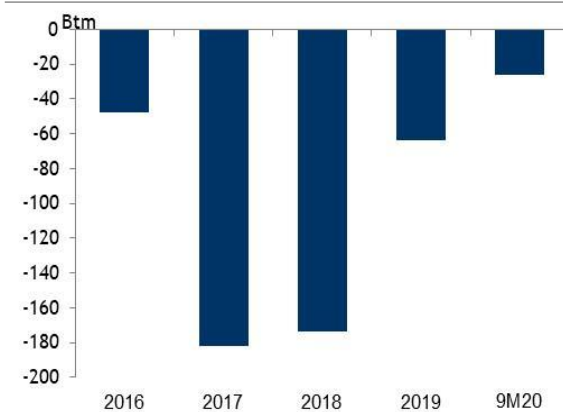
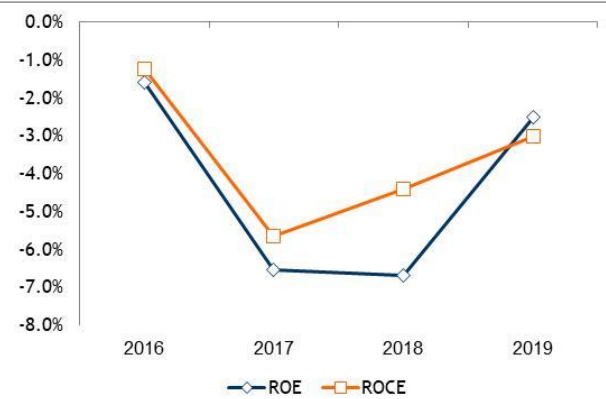
โครงสร้างรายได้ปี 2016 – 9M20



กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน (EBIT) ปี 2016 – 9M20



ที่มา: UPA

กำไรสุทธิปี 2016 – 9M20

ROE และ ROCE ปี 2016 – 2019


ที่มา: UPA

คาด 4Q20 ขาดทุนก่อนจะเริ่มมีกำไร 26.4 ล้านบาทในปี 2021 และ 27.7 ล้านบาทปี 2022

ผลประกอบการใน 4Q20 แม้ว่าจะรวมผลการดำเนินงานของโรงไฟฟ้าโซลาร์ Song Luy ประเทศเวียดนาม ซึ่งมีกำไรแล้วเข้ามา 1 เดือน แต่ไม่มากพอที่จะทำให้ UPA พลิกเป็นกำไรได้ เนื่องจากค่าใช้จ่ายในการบริหารที่ยังอยู่ในระดับสูง เราคาดว่า UPA จะมีผลขาดทุนสุทธิ 13.3 ล้านบาทใน 4Q20 ขาดทุนลดลงจาก 3Q20 และ 4Q19 ทำให้ผลประกอบการทั้งปี 2020 เป็นขาดทุนสุทธิ 39.7 ล้านบาท

4Q20 Earnings Preview

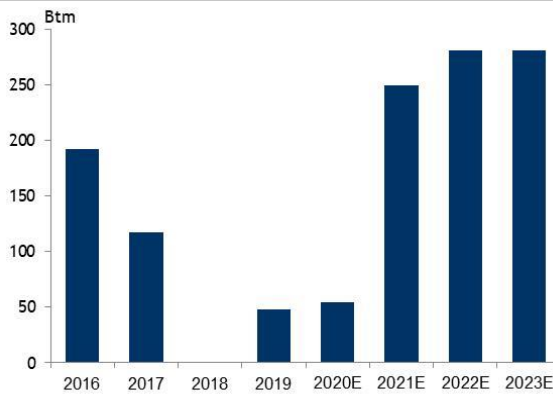
(Bt mn)	4Q20E	3Q20	% Q-Q	4Q19	% Y-Y
Revenue	14.9	11.7	27.3	12.1	23.6
Costs	6.6	5.7	14.9	6.1	8.8
Gross profit	8.3	6.0	39.3	6.0	38.6
SG&A expense	23.1	22.4	3.1	29.9	-22.7
Interest expense	0.3	0.3	1.3	0.1	234.4
Equity income	1.2	0.4	222.6	0.0	nm
Net profit	-13.3	-10.7	nm	-24.3	nm
EPS (Bt/share)	-0.001	-0.002	nm	-0.004	nm
Gross margin %	55.7	50.9	4.8	49.6	6.0
SG&A as % of sales	155.3	191.8	-36.5	248.2	-92.9
Net margin %	-89.6	-91.7	2.1	-201.6	111.9

ที่มา: Finansia Estimates

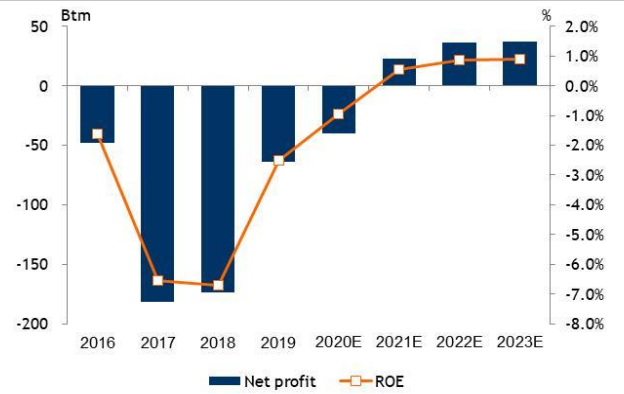
สำหรับปี 2021-2023 เราคาดว่ารายได้จะยกฐานขึ้นเป็น 244 ล้านบาทต่อปี รายได้ทั้งหมดมาจากธุรกิจพลังงานที่มีในมือคือโครงการโซลาร์สหกรณ์ในไทย 7.95 MW และโรงไฟฟ้าโซลาร์ Song Luy ประเทศเวียดนาม 46.7MW ขณะที่ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานคาดว่าจะควบคุมให้อยู่ในระดับ 93-97 ล้าน หรือ 38% ของรายได้ และคาดว่าจะรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากโครงการผลิตน้ำประปาแสนดินเข้ามาปีละ 2 ล้านบาท ดังนั้น จึงคาดว่าบริษัทจะสร้างกำไรได้ 26.4 ล้านบาทในปี 2021 และ 27.7 ล้านบาทในปี 2022 และ 29.5 ล้านบาทในปี 2023 คิดเป็นการเติบโตเฉลี่ย 5.9% CAGR

ประมาณการของเราไม่ได้รวมรายได้จากขายโครงการคอนโดมิเนียม เดอะพีโน เขาใหญ่ ที่เหลืออยู่ 21 ยูนิตซึ่งคาดว่าจะขายช้าจากภาวะเศรษฐกิจที่อ่อนแอ และที่ดินในโครงการพังงา นอกจากนี้ ยังไม่ได้รวมโอกาสที่บริษัทจะได้ลงทุนในธุรกิจพลังงานเพิ่มเติมซึ่งบริษัทอยู่ระหว่างศึกษาสถานะของหลายโครงการทั้งในประเทศและในกลุ่มประเทศ CLMV หากบริษัทประสบความสำเร็จในการขายคอนโดมิเนียม ขายที่ดิน และได้รับสัญญาขายไฟฟ้าเพิ่ม จะเป็น Upside ต่อประมาณการ

ประมาณการรายได้ปี 2020-2023



ประมาณการกำไรสุทธิและ ROE ปี 2020-2023



ที่มา: Finansia Research

มีศักยภาพในอนาคตทั้งในประเทศและประเทศในกลุ่ม CLMV

UPA มองหาโอกาสในการลงทุนในด้านพลังงานทดแทนเพิ่มเติมทั้งในและต่างประเทศ โดยเฉพาะในกลุ่ม CLMV ที่บริษัทเข้าไปวางรากฐานแล้วในเวียดนาม สปป.ลาว และเมียนมาร์ บริษัทมีศักยภาพในการต่อยอดโครงการเหล่านี้รวมถึงศึกษาสถานะของโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนในไทย เพียงแต่สถานการณ์การระบาดของ COVID-19 อาจทำให้โครงการต่างๆ ต้องล่าช้าออกไป สำหรับตลาดกัมพูชา บริษัทได้เข้าลงทุน 33.84% ใน บจ. One Central Tower Co., Ltd. (One Central Tower) ในกัมพูชาในช่วงต้นเดือน ธ.ค. 2020 มูลค่าการลงทุนรวม 450 ล้านบาท (บริษัทชำระเงินมัดจำ (ที่สามารถเรียกคืนได้) แล้ว 110 ล้านบาท เหลือชำระเพิ่มอีก 340 ล้านบาท) โดย One Central Tower ตั้งอยู่บนที่ดินที่มีศักยภาพ ห่างจากย่านธุรกิจกลางกรุงพนมเปญ 2.5 กิโลเมตร อยู่ฝั่งตรงข้ามแม่น้ำ Bassac ซึ่งจัดเป็นเขตพัฒนาใหม่ในพนมเปญ มีความเสี่ยงต่ำจากการลดลงของราคาที่ดิน ที่ดินดังกล่าวสามารถพัฒนาเป็นโครงการอสังหาริมทรัพย์ในรูปแบบต่างๆ เช่นอาคารสำนักงาน คอนโดมิเนียม พื้นที่เชิงพาณิชย์

ประเมินมูลค่าเหมาะสม 0.42 บาท

เราประเมินราคาเหมาะสมของ UPA ที่ 0.42 บาทจากวิธี DCF, WACC 9.4% ของโรงไฟฟ้า 3 แห่งได้แก่โซลาร์ สหกรณ์ 7.95 MW โรงไฟฟ้าโซลาร์ Song Luy เวียดนาม 46.7 MW (UPA ถือ 80%) และโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติที่เมียนมาร์ 200 MW (ตั้งสมมติฐาน UPA ถือ 51%) ทั้งนี้ ยังไม่ได้รวม Hidden assets เช่น ที่ดินที่บริษัทลงทุนในกัมพูชา และที่ดินที่โครงการพลังงาน

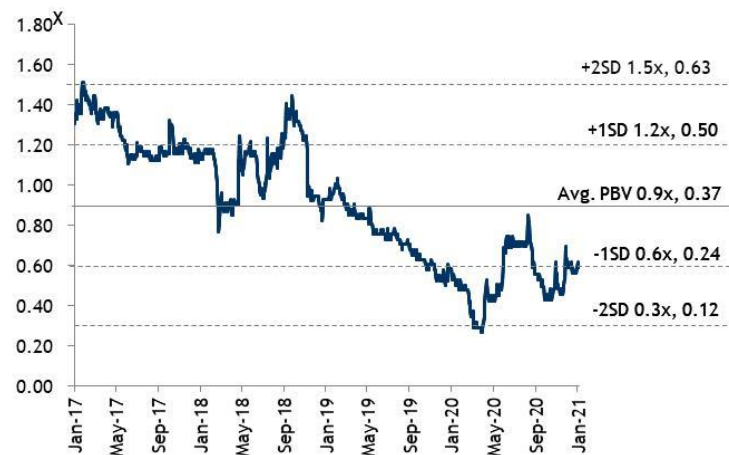
ราคาเหมาะสม 0.42 บาท คิดเป็น 2021 Implied PBV เพียง 1.02 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทในช่วง 4 ปีที่ผ่านมาเพียงเล็กน้อย และต่ำกว่ากลุ่มโรงไฟฟ้าในประเทศที่มี PBV เฉลี่ย 2.3 เท่าอยู่มาก ราคาหุ้นปัจจุบันที่ 0.22 บาท ซื้อขายที่ PBV ต่ำเพียง 0.53 เท่า หรือ -0.9SD ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 4 ปี

Sum-of-the-parts DCF Approach

Assumption					
Cost of equity			8.5%		
Cost of debt			5.7%		
Beta			0.73		
WACC			9.4%		
	Total capacity (MW)	% hold	Equity MW	Value (Btm)	Per share (Baht)
Solar farm	7.95	100.0	7.95	300.0	0.03
Song Luy in Vietnam	46.7	83.3	38.9	1,050	0.10
Gas power in Myanmar	200	51.1	102.0	2,951	0.29
Sum per share				4,301	0.42

ที่มา: Finansia Research

PBV



ที่มา: Finansia Research

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายของรัฐบาลพม่า

บริษัทมีโครงการ MUPA1 กำลังการผลิต 200 MW ในพม่า จึงมีความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายของรัฐบาลพม่า ตลอดจนการเปลี่ยนแปลงระเบียบและกฎหมายต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการประกอบธุรกิจพลังงานในพม่า นอกจากนี้ โครงการดังกล่าว รัฐบาลพม่าต้องก่อสร้างสายส่งไฟฟ้าขนาด 230 กิโลโวลต์ เข้ามายังที่ตั้งของโครงการ ซึ่งรัฐบาลพม่ามีกำหนดจะได้เงินกู้จาก ADB ปลายปี 2017 (ล่าช้าจากกำหนดการเดิม 2 ปี) หากการเมืองพม่ามีความไม่แน่นอน อาจล่าช้าต่อไปอีก ในส่วนของบริษัท มีการเตรียมความพร้อมทุกด้าน เช่นการประเมินผลกระทบสิ่งแวดล้อม (ESIA) การคัดเลือกผู้รับงานวิศวกรรม (EPC) การคัดเลือกที่ปรึกษาทางการเงินและกฎหมาย และผู้เชี่ยวชาญด้านต่างๆ เพื่อให้การก่อสร้างโรงไฟฟ้าสอดคล้องกับการก่อสร้างสายส่งไฟฟ้าของรัฐบาลพม่า

ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ย

บริษัทมีธุรกิจพลังงานรวมถึงการลงทุนต่างๆ ในต่างประเทศ ซึ่งเป็นธุรกิจที่ต้องใช้เงินลงทุนสูง มีการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินต่างๆ หากอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยมีความผันผวน อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

ความเสี่ยงในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

บริษัทมีธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในประเทศ ทั้งที่เป็นโครงการพัฒนาที่ดินเพื่อจัดสรรแบ่งขายที่จังหวัดนครราชสีมา และโครงการคอนโดมิเนียมที่เขายใหญ่ มีความเสี่ยงจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจ การขาดแคลนแรงงาน ความผันผวนของราคาวัสดุก่อสร้าง รวมถึงความเสี่ยงจากการแข่งขันด้านราคา

ความเสี่ยงในธุรกิจสาธารณูปโภค

ธุรกิจสาธารณูปโภคของบริษัทต้องอาศัยบุคลากรที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญเฉพาะด้าน จึงมีความเสี่ยงจากการพึ่งพา/ขาดแคลนบุคลากร มีความเสี่ยงจากการดำเนินธุรกิจภายใต้สัญญากับหน่วยงานภาครัฐและนโยบายของรัฐบาล การตีความในสัญญาที่อาจแตกต่าง การพิจารณาต่อระยะเวลาสัญญา ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Revenue	48.3	54.3	244.0	244.0	244.0
Cost of sales	24.5	24.8	83.1	83.1	83.1
Gross profit	23.8	29.5	161.0	161.0	161.0
SG&A	102.5	83.5	97.6	92.7	92.7
Operating profit	-78.7	-54.1	63.4	68.2	68.2
Other income	8.0	23.0	7.3	7.3	7.3
EBIT	-70.7	-31.1	70.7	75.6	75.6
EBITDA	-48.8	-5.7	100.0	105.9	106.9
Interest expense	0.5	1.3	49.7	52.4	50.6
Equity income	0.0	1.4	5.2	4.4	4.4
Corporate tax	4.0	-3.1	0.0	0.0	0.0
Minority interest	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Normalized earnings	-75.1	-27.8	26.4	27.7	29.5
Extraordinary items	11.4	-11.9	0.0	0.0	0.0
Net profit	-63.7	-39.7	26.4	27.7	29.5

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Net profit	-60	-43	26	28	30
Deprec. & amortization	22	25	29	30	31
Change in working capital	-386	268	-111	-156	32
Other adjustments	-13	353	205	-140	54
Cash flow from operations	-437	604	150	-238	147
Capital expenditure	-48	-1,019	-56	-69	-78
Others	410	101	0	0	0
Cash flow from investing	362	-918	-56	-69	-78
Free cash flow	-75	-314	94	-307	69
Net borrowings	-5	-5	-4	-3	-2
Equity capital raised	0	518	0	0	0
Dividends paid	0	0	-13	-14	-15
Cash flow from financing	-5	514	-17	-17	-17
Net change in cash	-80	199	77	-324	52

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Cash	328	527	604	280	332
Accounts receivable	721	1,271	1,003	903	842
Inventory	526	532	307	273	273
Other current assets	54	167	155	155	155
Total current assets	2,032	2,497	2,069	1,610	1,602
Long term Investments	79	830	1,130	1,130	1,130
PPE	455	905	1,026	1,478	1,478
Other assets	103	104	114	109	109
Total assets	2,670	4,336	4,338	4,327	4,319
Short-term loans	6	6	6	6	6
Accounts payable	24	20	27	27	27
Current maturities	0	6	6	6	6
Other current liabilities	92	92	88	88	88
Total current liabilities	121	123	127	127	127
Long-term debt	0	0	0	0	0
Other non-current liab.	7	8	9	6	6
Total non-current liab.	24	25	26	24	24
Total liabilities	146	149	153	151	151
Registered capital	3,335	5,065	5,065	5,065	5,065
Paid up capital	3,335	5,065	5,065	5,065	5,065
Share premium	336	336	336	336	336
Legal reserve	1	1	1	1	1
Retained earnings	-1,150	-1,214	-1,226	-1,238	-1,248
Minority Interests	0	0	9	11	13
Shareholders' equity	2,524	4,188	4,176	4,165	4,154

Important Ratios (Consolidated)

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Growth (%)					
Revenue	nm	12.4	349.8	0.2	0.2
EBITDA	nm	nm	nm	5.9	0.9
Net profit	nm	nm	nm	5.2	6.5
Normalized earnings	nm	nm	nm	5.2	6.5
Profitability (%)					
Gross profit margin	49.2	54.3	66.0	66.0	66.0
EBITDA margin	-101.1	-10.6	41.0	43.4	43.8
EBIT margin	-146.6	-57.3	29.0	31.0	31.0
Normalized profit margin	-155.6	-51.3	10.8	11.4	12.1
Net profit margin	-132.0	-73.3	10.8	11.4	12.1
Normalized ROA	-2.8	-0.6	0.6	0.6	0.7
Normalized ROE	-3.0	-0.7	0.6	0.7	0.7
Normalized ROCE	-2.8	-0.7	1.7	1.8	1.8
Risk (x)					
D/E	0.06	0.04	0.04	0.04	0.04
Net D/E	-0.23	-0.09	-0.11	-0.03	-0.04
Net debt/EBITDA	nm	nm	nm	-1.21	-1.20
Per share data (Bt)					
Reported EPS	-0.010	-0.004	0.003	0.003	0.003
Normalized EPS	-0.046	-0.003	0.003	0.003	0.003
EBITDA	-0.030	-0.001	0.010	0.010	0.011
Book value	0.378	0.413	0.412	0.411	0.410
Dividend	0.000	0.000	0.001	0.001	0.001
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Valuations (x)					
P/E	nm	nm	103.8	98.6	92.6
Norm P/E	nm	nm	103.8	98.6	92.6
P/BV	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
EV//EBITDA	nm	nm	55.2	53.3	22.6
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.5	0.5	0.5

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

<p>สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500</p>	<p>สำนักงานอัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999</p>	<p>สำนักงานอัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-660-5000, 02-264-6000</p>	<p>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</p>	<p>สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545</p>
<p>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</p>	<p>สาขา มินท์ ทาวเวอร์ ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9 อาคาร มินท์ ทาวเวอร์ เลขที่ 719 ถนนบรมหัตถ์ทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700</p>	<p>สาขา สีนธร 1 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p>	<p>สาขา เคียนหวน (สินธร 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717</p>	<p>สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130</p>
<p>สาขา สาทร เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสโกทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร 02-036-4859</p>	<p>สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180</p>	<p>สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300</p>	<p>สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ บูตดิเลทที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193</p>	<p>สาขา สมุทรสาคร เลขที่ 813/30 ถนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045</p>
<p>สาขา ขอนแก่น 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925</p>	<p>สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรชัย ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589</p>	<p>สาขา เชียงใหม่ 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-711</p>	<p>สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120</p>	<p>สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599</p>
<p>สาขา นครราชสีมา 198/1 ต.ระกาสุมาราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323</p>	<p>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดจลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499</p>	<p>สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777</p>	<p>สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219</p>	<p>สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595</p>
<p>สาขา บิดดาณี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รุสะมีแล อ.เมือง จ.บิดดาณี 073-350-140-4</p>				

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 บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้อื่นนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง 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, LI, 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 อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) – Corporate Governance Report Rating 2020

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 ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2563 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 24 มิถุนายน 2562) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC