

# UPA (UPA TB)

BUY

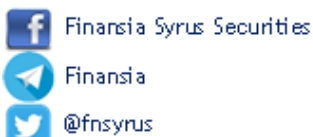
บมจ. ยูไนเต็ด เพาเวอร์ ออฟ เอเชีย

|                                 |                  |
|---------------------------------|------------------|
| Previous                        | BUY              |
| 2021 Target Price (Bt)          | 0.42             |
| Price (17/02/2021)              | 0.23             |
| up/downside (%)                 | +82.6            |
| SET Index                       | 1,514.91         |
| Sector                          | MAI/Resources    |
| Foreign limitactual (%)         | 49.00/29.85      |
| Free float (%)                  | 63.57            |
| Market cap (Bt m)               | 2,329.98         |
| Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD) | 18.50            |
| hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)     | 0.29, 0.20, 0.24 |
| IOD 2020                        | N/R              |
| THAI CAC                        | N/A              |

| Consolidated earnings      |        |        |        |        |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| BT (mn)                    | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
| Revenue                    | 48.3   | 54.3   | 240.9  | 240.9  |
| Normalized profit          | -75.1  | -40.3  | 22.3   | 26.7   |
| Net profit                 | -63.7  | -52.2  | 22.3   | 26.7   |
| EPS (Bt) - norm            | -0.046 | -0.004 | 0.002  | 0.003  |
| EPS (Bt) - reported        | -0.010 | -0.005 | 0.002  | 0.003  |
| % growth y-y               | nm     | nm     | nm     | 19.3   |
| Dividend/share (Bt)        | 0.00   | 0.000  | 0.001  | 0.001  |
| BV/share (Bt)              | 0.38   | 0.41   | 0.41   | 0.41   |
| EV/EBITDA (x)              | nm     | nm     | 53.3   | 50.0   |
| PER (x) - norm             | nm     | nm     | 104.3  | 87.4   |
| PER (x)                    | nm     | nm     | 104.3  | 87.4   |
| PBV (x)                    | 0.61   | 0.56   | 0.56   | 0.56   |
| Dividend yield (%)         | 0.00   | 0.00   | 0.48   | 0.57   |
| Norm ROE (%)               | -2.5   | -1.25  | 0.54   | 0.64   |
| 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: jitraa@fnysyrus.com  
www.fnysyrus.com



## การทำการเป็นครั้งแรกอาจขยับเป็น 2Q21

ผลประกอบการ 4Q20 มีแนวโน้มขาดทุนมากกว่าคาดจากค่าใช้จ่ายสำหรับที่ปรึกษาในโครงการต่างๆ และอาจมีรายจ่ายต่อเนื่องอีกเล็กน้อยใน 1Q21 ทำให้ผลประกอบการที่เราคาดว่าจะพลิกเป็นกำไร ขยับไปเป็น 2Q21 เราปรับประมาณการผลประกอบการปี 2020-2021 ลงเล็กน้อยแต่ไม่ได้ทำให้ภาพการ Turnaround ในปีนี้และราคาเป้าหมายเปลี่ยนมากนัก จึงยังคงราคาเป้าหมายที่ 0.42 บาท ราคาหุ้นปัจจุบันซื้อขายที่ PBV 0.56 เท่า หรือ -1SD ของค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 4 ปี ยังคงแนะนำซื้อ

## ผลประกอบการ 4Q20 มีแนวโน้มขาดทุนมากกว่าคาดจากรายจ่ายที่ปรึกษา

ผลประกอบการ 4Q20 มีแนวโน้มขาดทุนมากกว่าที่เคยคาด จากค่าใช้จ่ายด้านที่ปรึกษาด้านกฎหมายของโครงการนำประปาแสนดินสปป.ลาว และค่าใช้จ่ายที่ปรึกษาทางการเงินของโครงการ AIDC Solar Power Number1 เวียดนาม รวมประมาณ 13 ล้านบาท ทำให้คาดว่าจะขาดทุนเพิ่มเป็น 25.5 ล้านบาทใน 4Q20 (เดิมคาดขาดทุน 13.3 ล้านบาท) และทำให้ผลประกอบการทั้งปี 2020 ขาดทุนสุทธิ 52.2 ล้านบาท (เดิมคาดขาดทุนสุทธิ 39.7 ล้านบาท) ในด้านการดำเนินงานธุรกิจโรงไฟฟ้าใน 4Q20 มีโครงการโซลาร์สทอรี่ในไทย 7.5 MW ของเดิมและเริ่มรวมโรงไฟฟ้า Song Luy เวียดนาม กำลังการผลิตติดตั้ง 46.7 MW เข้ามาในงบการเงิน 1 เดือนใน ธ.ค. 2020

## การสร้างกำไรคาดว่าจะขยับออกไปเป็น 2Q21 เป็นต้นไป

ประมาณการเดิมที่เราเคยคาดว่า UPA จะเริ่มพลิกเป็นกำไรตั้งแต่ 1Q21 จากการรวมโรงไฟฟ้า Song Luy เวียดนาม (UPA ถือ 80%) เดิมไตรมาสเป็นไตรมาสแรกอาจต้องเลื่อนเป็น 2Q21 เพราะค่าใช้จ่ายด้านที่ปรึกษาจากการทำดีลหลายดีลอาจยังมีต่อเนื่องและอาจส่งผลให้ผลประกอบการ 1Q21 เสมอตัวหรือขาดทุนเล็กน้อย เราปรับประมาณการปี 2021 ลงเพียงเล็กน้อยแต่ยังเชื่อว่าปี 2021 จะเป็นปีแรกที่ UPA สร้างกำไรได้จากธุรกิจหลักคือโรงไฟฟ้าโซลาร์ในไทยและเวียดนามซึ่งมีกำลังผลิตรวม 45.3 Equity MW ทั้งนี้ บริษัทยังมีธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ 2 โครงการคือเดอะพีโนเขาใหญ่ เหลืออยู่ 21 ยูนิต และที่ดินพร้อมขายที่จ.พังงา แต่ด้วยสถานการณ์ COVID-19 ทำให้การขายล่าช้า ซึ่งเราไม่ได้รวมในประมาณการ

## คงราคาเป้าหมาย 0.42 บาท คงคำแนะนำซื้อ

เหตุการณ์การเมืองในเมียนมาร์ในปัจจุบันไม่น่าเป็นเหตุให้โครงการโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ 200 MW ที่คาดว่าจะ COD ปี 2024 ล่าช้าเพราะไฟฟ้าเป็นสาธารณูปโภคขั้นพื้นฐานที่จำเป็น ปัจจุบันรัฐบาลเมียนมาร์ได้รับเงินกู้จาก ADB เพื่อก่อสร้างสายส่งไฟฟ้า ส่วน UPA เซ็น MOU กับ Jurong Engineering (สิงคโปร์) เตรียมงานออกแบบก่อสร้าง การปรับประมาณการลงเล็กน้อยไม่ได้ทำให้ราคาเป้าหมายของ UPA เปลี่ยนมากนัก เราจึงคงราคาเป้าหมายที่ 0.42 บาท (DCF, WACC 9.4%) ทั้งนี้ ยังไม่ได้รวม Hidden assets เช่น ที่ดินที่บริษัทลงทุนในกัมพูชา และที่ดินที่โครงการพังงา ราคาหุ้นปัจจุบันที่ 0.23 บาท มี 2021PBV เพียง 0.56 เท่า หรือ -1SD ของค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 4 ปี ยังคงแนะนำซื้อ

## 4Q20E Earnings Preview

| (Btmn)               | 4Q20E  | 3Q20   | %Q-Q  | 4Q19   | %Y-Y  |
|----------------------|--------|--------|-------|--------|-------|
| Sales revenue        | 14.9   | 11.7   | 27.3  | 12.1   | 23.6  |
| Costs of sales       | 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         | 35.6   | 22.4   | 58.7  | 29.9   | 19.0  |
| Net profit           | -25.5  | -10.7  | nm    | -24.3  | nm    |
| Gross margin %       | 55.7   | 50.9   | 4.8   | 49.5   | 6.0   |
| SG&A as % of Sales   | 239.1  | 191.8  | 47.3  | 248.2  | -9.1  |
| Norm profit margin % | -173.5 | -100.7 | -72.7 | -348.2 | 174.7 |

Source: Finansia Estimates

## 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 ฟิโน เขาใหญ่ และมีที่ดินเปล่าในอำเภอตะกั่วทุ่ง จังหวัดพังงา

## Valuation Methodology

เราประเมินราคาเหมาะสมของ UPA ที่ 0.42 บาทจากวิธี DCF ของ โรงไฟฟ้า 3 แห่งได้แก่โซลาร์สหกรณ์ 7.95 MW โรงไฟฟ้าโซลาร์ Song Luy เวียดนาม 46.7 MW (UPA ถือ 80%) และโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติที่ เมียนมาร์ 200 MW (ตั้งสมมติฐาน UPA ถือ 51%) ทั้งนี้ ยังไม่ได้รวม Hidden assets เช่น ที่ดินที่บริษัทลงทุนในกัมพูชา และที่ดินที่โครงการ พังงา เป็นต้น

ณ ราคาเหมาะสม 0.42 บาท คิดเป็น 2021 Implied PBV เพียง 1.02 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทในช่วง 4 ปีที่ผ่านมาเพียงเล็กน้อย และต่ำกว่า กลุ่มโรงไฟฟ้าในประเทศที่มี PBV เฉลี่ย 2.3 เท่าอยู่มาก ราคาหุ้นปัจจุบัน ที่ 0.23 บาท ซื้อขายที่ PBV ต่ำเพียง 0.56 เท่า หรือ -1SD ค่าเฉลี่ย ย้อนหลัง 4 ปี

## ESG

### Environment

- UPA ให้ความสำคัญกับการลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมตาม มาตรฐานสากลก่อนการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ และปลูกฝัง จริยธรรมแก่บุคลากรของบริษัทฯให้ตระหนักถึงสิ่งแวดล้อม ยึด หลักการตามระเบียบ กฎหมาย และมาตรการลดผลกระทบที่กำหนด ในรายงาน EIA รวมถึงเข้าพบปะชุมชนเพื่อสอบถามความคิดเห็น

### Social

- UPA มีนโยบายรับผิดชอบต่อสังคมตั้งแต่ก่อนพัฒนาโครงการ โดย เข้าพูดคุยสอบถามความคิดเห็นต่างๆ รวมถึงจัดกิจกรรมดำเนินงาน ด้าน CSR เพื่อลดปัญหาการต่อต้านจากชุมชน
- มีการจัดการชุมชนในโรงไฟฟ้าเพื่อให้ความรู้แก่บุคลากรทั้งภาครัฐ และเอกชน รวมถึงตัวแทนมหาวิทยาลัย
- มีการสนับสนุนงานแข่งขันเทนนิส GAC Group 2014 ITTF World Tour Grand Finals ซึ่งช่วยสนับสนุนภาพลักษณ์และ วัฒนธรรมไทยสู่สายตาโลก

### Governance

- UPA ปฏิบัติตามหลักการกำกับกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนตาม แนวทางที่ SET กำหนด 5 หมวด ดังนี้
  - 1) สิทธิของผู้ถือหุ้น โดยให้ความสำคัญในสิทธิขั้นพื้นฐานต่างๆ เช่น จัดส่งหนังสือเชิญประชุมพร้อมข้อมูล เปิดโอกาสให้มอบ ฉันทะเข้าประชุมแทน เปิดโอกาสในสงความเห็น ข้อเสนอแนะ อย่างเท่าเทียม จัดทำรายงานการประชุม เป็นต้น
  - 2) ปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียม ไม่ว่าจะเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ หรือรายย่อย ทั้งการแจ้งกำหนดการประชุม เผยแพร่เอกสารทั้ง ภาษาไทยและอังกฤษ สนับสนุนให้มีการเลือกตั้งกรรมการเป็น รายคน เป็นต้น
  - 3) บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย โดยให้ความสำคัญกับทุกกลุ่ม ได้แก่ ผู้ถือหุ้น พนักงาน คู่ค้า ลูกค้า เจ้าหนี้ สังคมและส่วนรวม เป็นต้น เปิดให้จ้างชั่วคราวเรียนหากมีความไม่ถูกต้อง โดย กรรมการอิสระและตรวจสอบจะดำเนินการตรวจสอบและแก้ไข
  - 4) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส โดยให้ความสำคัญกับ ความถูกต้อง ครบถ้วน เพียงพอ โปร่งใสและทันเวลาทั้งข้อมูล ทางการเงินและข้อมูลทั่วไป มีผ่านนักกลลงทุนสัมพันธ์ ติดต่อสื่อสารกับนักลงทุน
  - 5) ความรับผิดชอบต่อกรรมการ โดยปัจจุบันมีคณะกรรมการ บริษัท 5 ท่าน เป็นผู้บริหารด้วย 2 ท่าน ไม่เป็นผู้บริหาร 3 ท่าน และมีความเป็นอิสระ 3 ท่านซึ่งเกินกว่า 1 ใน 3 ของจำนวน คณะกรรมการทั้งคณะซึ่งเกิดการถ่วงดุลในการพิจารณาออกเสียง และเป็นไปตามข้อกำหนดของ SEC และ SET โดยมี เจตนารมณ์ในการดำเนินธุรกิจอย่างโปร่งใส ขจัดความขัดแย้ง ทางผลประโยชน์

## 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

### ความเสี่ยงในธุรกิจสหรัทธิพ

บริษัทมีธุรกิจสหรัทธิพในประเทศ ทั้งที่เป็นโครงการพัฒนาที่ดินเพื่อจัดสรรแบ่งขายที่จังหวัดนครราชสีมา และโครงการคอนโดมิเนียมที่เขาค้อ มีความเสี่ยงจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจ การขาดแคลนแรงงาน ความผันผวนของราคาวัสดุก่อสร้าง รวมถึงความเสี่ยงจากการแข่งขันด้านราคา

### ความเสี่ยงในธุรกิจสาธารณูปโภค

ธุรกิจสาธารณูปโภคของบริษัทต้องอาศัยบุคลากรที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญเฉพาะด้าน จึงมีความเสี่ยงจากการพึ่งพา/ขาดแคลนบุคลากร มีความเสี่ยงจากการดำเนินธุรกิจในภูมิภาคภายใต้สัญญากับหน่วยงานภาครัฐและนโยบายของรัฐบาล การตีความในสัญญาที่อาจแตกต่าง การพิจารณาต่อระยะเวลาสัญญา ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

**Income Statement (Consolidated)**

| (Bt mn)             | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Revenue             | 48.3  | 54.3  | 240.9 | 240.9 | 240.9 |
| Cost of sales       | 24.5  | 24.8  | 82.1  | 82.1  | 82.1  |
| Gross profit        | 23.8  | 29.5  | 158.8 | 158.8 | 158.8 |
| SG&A                | 02.5  | 96.0  | 99.4  | 91.5  | 91.5  |
| Operating profit    | -78.7 | -66.6 | 59.4  | 67.2  | 67.2  |
| Other income        | 8.0   | 23.0  | 7.2   | 7.2   | 7.2   |
| EBIT                | -70.7 | -43.6 | 66.7  | 74.5  | 74.5  |
| EBITDA              | -48.8 | -18.2 | 96.0  | 104.8 | 105.8 |
| 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 | -40.3 | 22.3  | 26.7  | 28.5  |
| Extraordinary items | 11.4  | -11.9 | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| Net profit          | -63.7 | -52.2 | 22.3  | 26.7  | 28.5  |

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

| (Bt mn)                   | 2019   | 2020E  | 2021E | 2022E  | 2023E |
|---------------------------|--------|--------|-------|--------|-------|
| Net profit                | -59.8  | -55.3  | 22.3  | 26.7   | 28.5  |
| Deprec. & amortization    | 21.9   | 25.4   | 29.4  | 30.4   | 31.4  |
| Change in working capital | -385.6 | 268.0  | -94.0 | -156.0 | 32.0  |
| Other adjustments         | -13.4  | 353.0  | 205.0 | -142.0 | 53.0  |
| Cash flow from operations | -437.0 | 591.1  | 162.7 | -241.0 | 144.8 |
| Capital expenditure       | -47.7  | -1,019 | -55.7 | -69.0  | -78.0 |
| Others                    | 410.0  | 101.0  | 0.0   | 0.0    | 0.0   |
| Cash flow from investing  | 362.3  | -918.0 | -55.7 | -69.0  | -78.0 |
| Free cash flow            | -74.7  | -326.9 | 107.0 | -310.0 | 66.8  |
| Net borrowings            | -5.4   | -4.6   | -4.0  | -3.0   | -2.0  |
| Equity capital raised     | 0.0    | 518.5  | 0.0   | 0.0    | 0.0   |
| Dividends paid            | 0.0    | 0.0    | -11.2 | -13.3  | -14.2 |
| Cash flow from financing  | -5.4   | 513.9  | -15.2 | -16.3  | -16.2 |
| Net change in cash        | -80.0  | 186.9  | 91.9  | -326.3 | 50.6  |

**Balance Sheet (Consolidated)**

| (Bt mn)                   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Cash                      | 328    | 514    | 606    | 280    | 330    |
| Accounts receivable       | 721    | 1,271  | 990    | 891    | 832    |
| Inventory                 | 526    | 532    | 304    | 270    | 270    |
| Other current assets      | 54     | 167    | 154    | 154    | 154    |
| Total current assets      | 2,032  | 2,484  | 2,054  | 1,595  | 1,586  |
| Long term Investments     | 79     | 830    | 1,130  | 1,130  | 1,130  |
| PPE                       | 455    | 905    | 1,026  | 1,478  | 1,478  |
| Other assets              | 103    | 104    | 113    | 109    | 109    |
| Total assets              | 2,670  | 4,324  | 4,323  | 4,312  | 4,303  |
| 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      | 8      | 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 | -1,227 | -1,241 | -1,253 | -1,263 |
| Minority Interests        | 0      | 0      | 9      | 11     | 13     |
| Shareholders' equity      | 2,524  | 4,175  | 4,161  | 4,150  | 4,139  |

**Important Ratios (Consolidated)**

|                            | 2019   | 2020E  | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| <b>Growth (%)</b>          |        |        |       |       |       |
| Revenue                    | nm     | 12.4   | 349.8 | 0.2   | 0.2   |
| EBITDA                     | nm     | nm     | nm    | 9.2   | 1.0   |
| Net profit                 | nm     | nm     | nm    | 19.3  | 6.8   |
| Normalized earnings        | nm     | nm     | nm    | 19.3  | 6.8   |
| <b>Profitability (%)</b>   |        |        |       |       |       |
| Gross profit margin        | 49.2   | 54.3   | 65.9  | 65.9  | 65.9  |
| EBITDA margin              | -101.1 | -33.6  | 39.8  | 43.5  | 43.9  |
| EBIT margin                | -146.6 | -80.3  | 27.7  | 30.9  | 30.9  |
| Normalized profit margin   | -155.6 | -74.3  | 9.3   | 11.1  | 11.8  |
| Net profit margin          | -132.0 | -96.3  | 9.3   | 11.1  | 11.8  |
| Normalized ROA             | -2.8   | -0.9   | 0.5   | 0.6   | 0.7   |
| Normalize ROE              | -3.0   | -1.0   | 0.5   | 0.6   | 0.7   |
| Normalized ROCE            | -2.8   | -1.0   | 1.6   | 1.8   | 1.8   |
| <b>Risk (x)</b>            |        |        |       |       |       |
| 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 |
| <b>Per share data (Bt)</b> |        |        |       |       |       |
| Reported EPS               | -0.010 | -0.005 | 0.002 | 0.003 | 0.003 |
| Normalized EPS             | -0.046 | -0.004 | 0.002 | 0.003 | 0.003 |
| EBITDA                     | -0.030 | -0.002 | 0.009 | 0.010 | 0.010 |
| Book value                 | 0.378  | 0.412  | 0.411 | 0.410 | 0.409 |
| Dividend                   | 0.000  | 0.000  | 0.001 | 0.001 | 0.001 |
| Par                        | 0.50   | 0.50   | 0.50  | 0.50  | 0.50  |
| <b>Valuations (x)</b>      |        |        |       |       |       |
| P/E                        | nm     | nm     | 104.3 | 87.6  | 81.9  |
| Norm P/E                   | nm     | nm     | 104.3 | 87.4  | 81.9  |
| P/BV                       | 0.6    | 0.6    | 0.6   | 0.6   | 0.6   |
| EV//EBITDA                 | nm     | nm     | 53.3  | 50.0  | 47.8  |
| Dividend yield (%)         | 0.0    | 0.0    | 0.5   | 0.6   | 0.6   |

Source: Company data, Finansia research

## บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

|                                                                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                 |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>สำนักงานใหญ่</b><br>999/9 อาคารดี ออฟฟิศ แอท<br>เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25<br>ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน<br>เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-658-9000, 02-658-9500                     | <b>สำนักงานอัลมาลิ่งค์</b><br>25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15<br>ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี<br>เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-646-9600, 02-646-9999                       | <b>สำนักงานอัมรินทร์ ทาวเวอร์</b><br>496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์<br>ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี<br>เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-660-5000, 02-264-6000 | <b>สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1</b><br>7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า<br>ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1<br>ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์<br>เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-878-5999 | <b>สาขา บางกระบือ</b><br>3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3<br>ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว<br>แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ<br>จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-378-4545 |
| <b>สาขา บางนา</b><br>589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1<br>ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105<br>(เดิม 1093/105)<br>ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา<br>เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-740-7100 | <b>สาขา มินท์ ทาวเวอร์</b><br>ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9<br>อาคาร มินท์ ทาวเวอร์<br>เลขที่ 719 ถนนบรรทัดทอง<br>แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน<br>จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-680-0700 | <b>สาขา สิ้นธร 1</b><br>130-132 อาคารสิ้นธร ทาวเวอร์ 1<br>ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี<br>เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-690-4100                                | <b>สาขา เคียนหวน (สิ้นธร 2)</b><br>140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18<br>ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี<br>เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-254-1717                                                       | <b>สาขา ประชาชื่น</b><br>105/1 อาคารบี ชั้น 4<br>ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว<br>เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-580-9130                      |
| <b>สาขา สาทร</b><br>เลขที่ 48/32 ชั้น 16<br>อาคารทีเอสโกทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ<br>แขวงสีลม เขตบางรัก<br>จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-036-4859                                                  | <b>สาขา รังสิต</b><br>1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17<br>ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน<br>ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี<br>02-993-8180                                                   | <b>สาขา รัตนาธิเบศร์</b><br>576 ถ.รัตนาธิเบศร์<br>ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี<br>จ.นนทบุรี<br>02-831-8300                                                          | <b>สาขา แจ้งวัฒนะ</b><br>99, 99/9<br>เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์<br>บูติลเลขที่ 1904 ชั้น 19<br>หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด<br>ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี<br>02-005-4193                    | <b>สาขา สมุทรสาคร</b><br>เลขที่ 813/30 ถนนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย<br>อำเภอเมืองสมุทรสาคร<br>จ.สมุทรสาคร<br>034-428-045                               |
| <b>สาขา ขอนแก่น</b><br>311/1<br>ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร)<br>ต. ในเมือง<br>อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น<br>043-058-925                                                              | <b>สาขา อุดรธานี</b><br>197/29, 213/3<br>ถ.อุดรชัย ต. หมากแข้ง<br>อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี<br>042-245-589                                                                      | <b>สาขา เชียงใหม่</b><br>310<br>หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์<br>ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน<br>อ.เมือง จ.เชียงใหม่<br>053-235-889, 053-204-711                               | <b>สาขา เชียงราย</b><br>353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก<br>อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย<br>053-750-120                                                                                                 | <b>สาขา แม่สาย</b><br>119 หมู่ 10 ต.แม่สาย<br>อ.แม่สาย จ.เชียงราย<br>053-640-599                                                                |
| <b>สาขา นครราชสีมา</b><br>198/1 ตรอกสมอราย<br>ต.ในเมือง<br>อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา<br>044-288-700, 044-014-322,<br>044-014-323                                                  | <b>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต</b><br>22/18<br>ถ.หลวงพ่อดำคลอง<br>ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต<br>จ.ภูเก็ต<br>076-210-499                                                                     | <b>สาขา หาดใหญ่</b><br>106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย<br>ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา<br>074-243-777                                                                   | <b>สาขา ตรัง</b><br>59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง<br>อ.เมืองตรัง จ.ตรัง<br>075-211-219                                                                                                       | <b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b><br>173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่<br>ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี<br>จ.สุราษฎร์ธานี<br>077-222-595            |
| <b>สาขา บิดดาปี</b><br>300/69-70 หมู่ 4 ต.รูสมะมีแล<br>อ.เมือง จ.บิดดาปี<br>073-350-140-4                                                                                              |                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                 |

## คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

**DISCLAIMER:** รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ลงทุน 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, LH, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSJ, 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 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 ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน 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