

T-BUY

KSL (KSL TB)

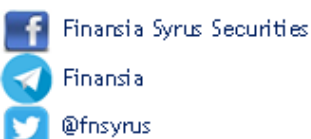
บมจ. น้ำตาลขอนแก่น

Previous	T-BUY
2021 Target Price (Bt)	3.50
Price (23/03/2021)	3.24
up/downside (%)	+8.0
SET Index	1,564.25
Sector	Food & Beverage
Foreign limit/actual (%)	40.00/4.46
Free float (%)	27.81
Market cap (Bt m)	14,289.15
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	30.06
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	3.54, 2.26, 3.06
IOD 2020	5
THAI CAC	Certified

Consolidated earnings				
BT (mn) Ended-Oct	2019	2020	2021E	2022E
Revenue	17,855	11,853	11,488	13,464
Normalized profit	235	421	862	998
Net profit	822	-83	862	998
EPS (Bt) - norm	0.05	0.10	0.20	0.23
EPS (Bt)- reported	0.19	-0.02	0.20	0.23
% growth y-y	-3.1	nm	nm	15.8
Dividend/share (Bt)	0.05	0.05	0.08	0.09
BV/share (Bt)	4.22	4.31	4.61	4.75
EV/EBITDA (x)	15.1	25.4	14.0	13.3
PER (x) - norm	60.7	34.0	16.6	14.3
PER (x)	17.4	-172.7	16.6	14.3
PBV (x)	0.8	0.8	0.7	0.7
Dividend yield (%)	1.5	1.5	2.4	2.8
ROE (%)	1.3	2.2	4.2	4.8
YE No. of shares (million)	4,410	4,410	4,410	4,410
Par (Bt)	0.5	0.5	0.5	0.5

Source: Company data, FSS estimates

Analyst: Sureeporn Teewasuwet
Register No.: 040694
Tel.: +662 646 9972
email: sureeporn.t@fnsyrus.com
www.fnsyrus.com



กำไรปีนี้ดูดีชัดเจนขึ้น แต่ราคาน้ำตาลเริ่มย่อ

จากประชุมนักวิเคราะห์วานนี้ ล่าสุดบริษัทได้ถือราคาขายน้ำตาลส่งออกล่วงหน้าไปแล้ว 75%-80% ที่ราคาขายเฉลี่ย +28% Y-Y ซึ่งจะสามารถชดเชยปริมาณขายน้ำตาลที่คาดการณ์ตามปริมาณอ้อยไทยได้ทั้งหมด และด้วยแนวโน้มอัตราค่าไรซินต์ใน 1Q21 ที่ดูดีกว่าที่เคยคาด เราจึงปรับเพิ่มกำไรสุทธิปี 2021 ขึ้น 36% เป็น 862 ล้านบาท พลิกจากที่ขาดทุนปีก่อน และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 3.5 บาท แต่ยังแนะนำเก็งกำไรตามเดิม ตามราคาน้ำตาลตลาดโลก ซึ่งเรามองว่ายังมีทั้งปัจจัยบวกและลบต่อราคาน้ำตาลโลกในช่วง 2H21 โดยต้องติดตามทั้งคาดการณ์ผลผลิตของบราซิล (ส่งออกน้ำตาลอันดับ 1 ของโลก) ที่อาจลดลง ในขณะที่คาดการณ์ผลผลิตของไทย (ส่งออกอันดับ 2 ของโลก) จะกลับมาเพิ่มขึ้นในปี 2022

ยังไม่มี Catalystหนุนราคาน้ำตาลตลาดโลกในช่วงนี้

หลังจากที่ราคาน้ำตาลทรายดิบนิวยอร์กปรับตัวขึ้นต่อเนื่องในเดือน ก.พ. เฉลี่ยที่ 17 เซนต์ต่อปอนด์ (+7% M-M, +13% Y-Y) และทำจุดสูงสุดในรอบ 4 ปีที่ 17.84 เซนต์ต่อปอนด์ ล่าสุดในเดือน มี.ค. ราคาน้ำตาลเริ่มอ่อนตัวลงมาอยู่ที่ 15.5-16 เซนต์ต่อปอนด์ จาก 1. ค่าเงินเรียลบราซิลอ่อนค่าลงต่อเนื่องมาอยู่ที่ 5.6 BRL/USD จากเดือน ม.ค.-ก.พ. ซึ่งอยู่ที่ 5.3-5.4 BRL/USD 2. คาดการณ์ผลผลิตน้ำตาลของอินเดียเพิ่มขึ้น 13% เป็น 31 ล้านตัน ส่งออกแล้ว 2.2 ล้านตัน แต่ยังมีน้ำตาลส่วนเกินให้ส่งออกได้อีก 4 ล้านตัน ซึ่งรัฐบาลอินเดียอุดหนุนให้ตันละ US\$80 (ต้นทุนน้ำตาลอินเดียสูงกว่าราคาน้ำตาลตลาดโลก) 3. กองทุนมี Long Position สัญญาน้ำตาลลดลงจากเดือน ม.ค. ที่ราว 2.3 แสนสัญญา ปัจจุบันลดลงมาอยู่ที่ 1.99 แสนสัญญา

ในช่วง 2H21 มีทั้งปัจจัยบวกและลบต่อราคาน้ำตาล

ปัจจัยบวกต่อราคาน้ำตาลในระยะถัดไปคือ คาดการณ์ผลผลิตน้ำตาลของบราซิลปี 2021/22 ซึ่งจะเริ่มเปิดหีบในเดือน เม.ย. คาดว่าอากาศแห้งแล้งจะทำให้อ้อยลด -4.6% Y-Y เป็น 570 ล้านตัน และคาดการณ์น้ำตาลจะลดลงเหลือ 35-36 ล้านตัน จากปีก่อนที่ 38 ล้านตัน และหากราคาน้ำมันดิบปรับขึ้น จะยิ่งทำให้ผลผลิตน้ำตาลลดลงไปอีก เพราะอาจมีการนำอ้อยไปผลิตเอทานอลมากขึ้น ส่วนปัจจัยลบคือ คาดการณ์ผลผลิตอ้อยไทยปี 2021/22 จะกลับมาเพิ่มขึ้น 12%-27% Y-Y อยู่ที่ 75-85 ล้านตันอ้อย จาก 67 ล้านตันในปี 2020/21 ด้วยสภาพอากาศที่ดีขึ้น ทั้งนี้ยังคาดการณ์ว่าภาวะน้ำตาลโลกปี 2021/22 จะกลับมาเกินดุล 2.4 ล้านตันเป็นครั้งแรกในรอบ 3 ปี จากที่ขาดดุล -2.9 ล้านตันในปี 2020/21

เริ่มเห็นการฟื้นตัวของราคาขายน้ำตาลใน 1Q21

กำไรสุทธิ 1Q21 (พ.ย. 20 - ม.ค. 21) ฟื้นตัวได้ดีมาอยู่ที่ 309 ล้านบาท (+222% Q-Q, +46% Y-Y) แม้รายได้จะลดลงตามปริมาณอ้อยที่ลดลง รวมถึงปริมาณขายน้ำตาลที่ปรับลดค่อนข้างมาก -55% Y-Y เหลือ 8.5 หมื่นตัน (ต่ำสุดในรอบ 10 ปี) แต่สิ่งที่ดีคือ เริ่มเห็นการฟื้นตัวของราคาขายน้ำตาลใน 1Q21 +17.4% Q-Q, +30.4% Y-Y และด้วยเป็นช่วงต้นฤดูหีบอ้อย ทำให้อัตราค่าไรซินต์ฟื้นตัวมาอยู่ที่ 23.3% จาก 21.2% ใน 1Q20 และ 12.3% ใน 4Q20

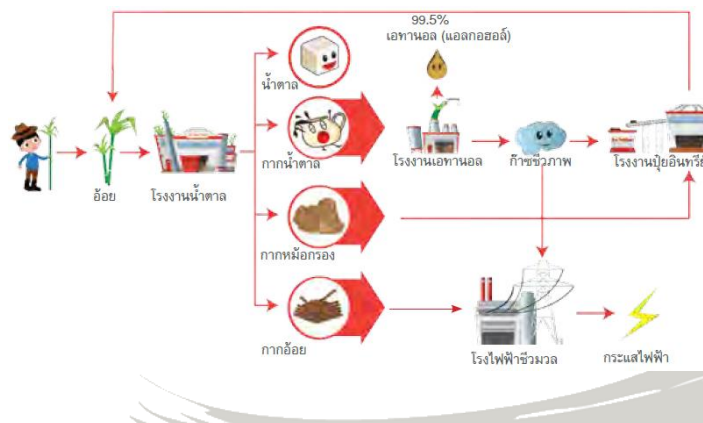
แนวโน้มกำไรปีนี้ดูดีชัดเจนมากขึ้น นำไปสู่การปรับเพิ่มกำไรและเป้าหมาย

แนวโน้มกำไรในช่วงที่เหลือของปีนี้ดูสดใสมากขึ้น แม้ 2Q21 จะยังมีปริมาณขายน้ำตาลอยู่ในระดับต่ำราว 7 หมื่นตัน ลดลงจาก 1Q21 ก่อนจะกลับมาแตะระดับแสนตันต่อไตรมาสในช่วง 2H21 ส่วนทั้งปีคาดการณ์ขายลดลง -24% Y-Y แต่คาดการณ์ราคาขายน้ำตาลส่งออกปรับตัวสูงขึ้นในช่วงปลาย 2Q21 และชัดเจนมากขึ้นใน 2H21 ล่าสุดได้มีการถือราคาขายน้ำตาลส่งออกไปแล้วราว 75%-80% ที่ระดับราคาเฉลี่ยดีขึ้น +28% Y-Y มาอยู่ที่ราว 17 เซนต์ต่อปอนด์ (รวม Premium) ในขณะที่อัตราค่าไรซินต์ดูดีกว่าที่เคยคาดไว้ที่ 16% (1Q21 = 23.3%) เราจึงปรับเพิ่มอัตราค่าไรซินต์เป็น 19.5% และปรับเพิ่มกำไรสุทธิปี 2021 ขึ้น 36% เป็น 862 ล้านบาท พลิกจากที่ขาดทุน -83 ล้านบาทในปีก่อน และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2021 ขึ้นเป็น 3.5 บาท จากเดิม 3.3 บาท (อิง PBV เดิมที่ 0.75 เท่า)

Company Overview

KSL เป็นกลุ่มผู้ผลิตและจำหน่ายน้ำตาลทรายใหญ่เป็นอันดับ 3 ของประเทศ โดยมีกลุ่มธุรกิจทั้งหมด 5 โรงงานตั้งอยู่ที่ น้ำพอง จ.ขอนแก่น 1 โรง, วังสะพุง จ.เลย 1 โรง, ท่ามะกา จ.กาญจนบุรี 2 โรง และ จ.ชลบุรี 1 โรง ซึ่งสามารถแบ่งผลิตภัณฑ์น้ำตาลออกเป็น 5 ประเภทได้แก่ น้ำตาลทรายดิบ, น้ำตาลทรายดิบคุณภาพสูง, น้ำตาลทรายขาว, น้ำตาลทรายขาวบริสุทธิ์ และน้ำเชื่อม มีกำลังการผลิตในไทย 131,500 ตันต่อวัน และยังมีโรงงานน้ำตาลที่สะพานหินเขต ประเทศลาว (3,000 ตันต่อวัน) และที่เกาะกง ประเทศกัมพูชา (6,000 ตันต่อวัน)

นอกจากนี้ยังมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องเช่น ธุรกิจเอทานอล, โรงงานผลิตก๊าซชีวภาพ, โรงงานผลิตปุ๋ยอินทรีย์ และโรงไฟฟ้า ซึ่งเป็นการนำผลพลอยได้จากกระบวนการที่บอ้อยไปใช้เป็นวัตถุดิบ เช่น กากน้ำตาล น้ำอ้อย กากอ้อย กากหมักรอง หรือน้ำเสีย



บริษัทมีการลงทุนในบริษัทร่วม 2 แห่งคือ TSTE และ BBGI ซึ่งเป็นบริษัทที่ร่วมทุนกับ บมจ.บางจาก คอร์ปอเรชั่น (BCP) โดย KSL เข้าถือ BBGI ในสัดส่วน 40% ซึ่งดำเนินธุรกิจเป็น Holding company ที่ลงทุนในธุรกิจผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์ชีวภาพได้แก่ การผลิตไบโอดีเซล (330 ล้านลิตรต่อปี), การผลิตเอทานอลจากกากน้ำตาลที่โรงงานน้ำพอง (49.5 ล้านลิตรต่อปี) และการผลิตเอทานอลจากกากน้ำตาลที่โรงงานบ่อพลอย (99 ล้านลิตรต่อปี)

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ KSL โดยอิง PBV 0.75 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของบริษัท ซึ่ง Implied เป็น PE ที่ 17.5 เท่า ใกล้เคียง PE เฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังที่ราว 17 เท่า

ESG

Environment

- ผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมที่สำคัญของกระบวนการผลิตน้ำตาลทราย เกิดจากน้ำเสียที่ใช้ในกระบวนการผลิต และฝุ่นขี้เถ้าที่เกิดจากการเผาไหม้ของหม้อไอน้ำ ซึ่งบริษัทได้คำนึงถึงและหามาตรการป้องกันเพื่อไม่ให้เกิดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม และให้เป็นไปตามมาตรฐานของกระทรวงอุตสาหกรรม
- ในธุรกิจผลิตไฟฟ้า บริษัทได้ผ่านการศึกษผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม (EIA) สำหรับโรงงานที่ขอนแก่นได้รับการขึ้นทะเบียนกับ CDM Executive Board เพื่อรับการสนับสนุนให้เป็นโครงการ CDM (Clean Development Mechanism) ตามอนุสัญญาเกียวโต โปรโตคอล ซึ่งลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก

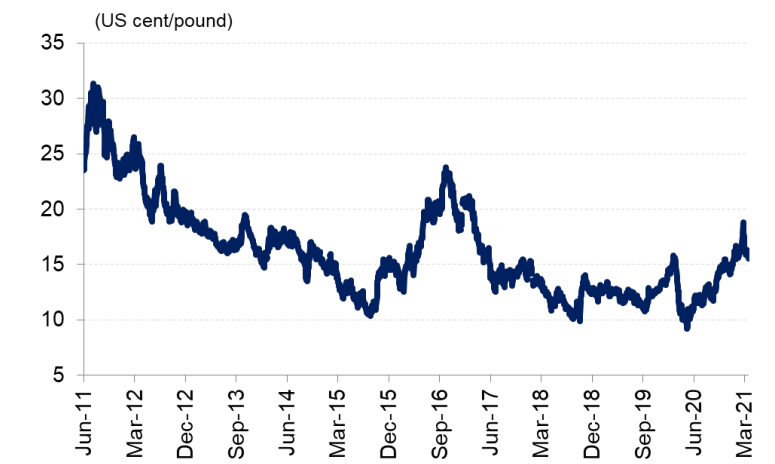
Social

- วัตถุดิบอ้อยถือเป็นหัวใจสำคัญของโรงงานน้ำตาล บริษัทจึงให้ความสำคัญกับชาวไร่อ้อย โดยทำให้ชาวไร่อ้อยได้รับผลตอบแทนที่ดีในระยะยาว, สนับสนุนทางการเงินแก่ชาวไร่ รวมถึงเข้าใจและทราบปัญหาของชาวไร่โดยตรง สามารถเข้าไปช่วยเหลือได้ทันทีเพื่อสร้างแรงจูงใจให้กับชาวไร่ปลูกอ้อยเพื่อป้อนโรงงานต่อไป และเติบโตไปพร้อมกับโรงงาน
- บริษัทให้ความสำคัญกับการพัฒนาอย่างยั่งยืนตามกรอบ GRI (Global Reporting Initiative) ได้ส่งเสริมให้ผู้มีส่วนได้เสียของบริษัทมีส่วนร่วมในการจัดกิจกรรม หรือเข้าไปมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชนและสังคม สนับสนุนกิจกรรมเพื่อพัฒนาคุณภาพชีวิต และเสริมสร้างประโยชน์ของชุมชนและสังคม

Governance

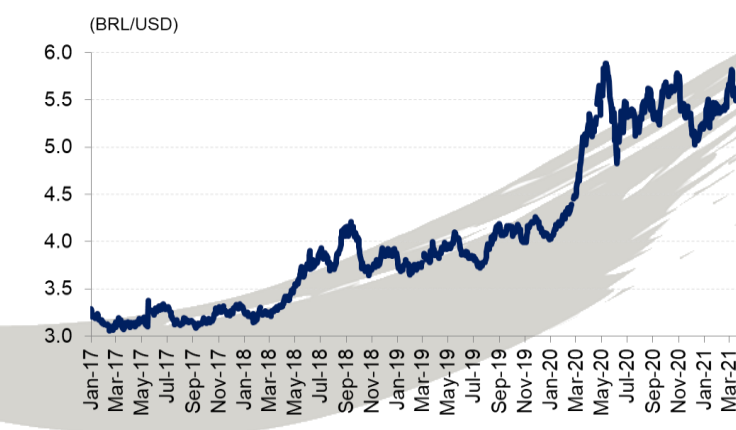
- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการ 20 คน ประกอบกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 10 คน ในจำนวนนี้มีกรรมการอิสระ 6 คน ถือว่าไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด สอดคล้องตามเกณฑ์เพื่อเป็นการถ่วงดุลอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกเสียง และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- คณะกรรมการบริษัทกำหนดหลักเกณฑ์ให้กรรมการของบริษัท และผู้บริหารระดับสูง ต้องรายงานการมีส่วนได้เสียของตนเองและบุคคลที่มีความเกี่ยวข้อง และกำหนดให้มีการทบทวนรายงานภายในเดือนตุลาคมของทุกปี และ/หรือทุกครั้งที่มีการเปลี่ยนแปลงข้อมูล โดยให้ส่งรายงานถึงฝ่ายเลขานุการของบริษัท ภายใน 7 วันทำการ
- บริษัทห้ามไม่ให้กรรมการและผู้บริหารทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทในช่วงระยะเวลา 1 เดือน ก่อนที่งบการเงินหรือข้อมูลภายในนั้นจะเปิดเผยต่อสาธารณชนและห้ามไม่ให้เปิดเผยข้อมูลที่เป็นสาระสำคัญนั้นต่อบุคคลอื่น

ราคาน้ำตาลเดือน มี.ค. เริ่มอ่อนตัวลง หลังปรับขึ้นแรงใหม่.ค. – ก.พ.



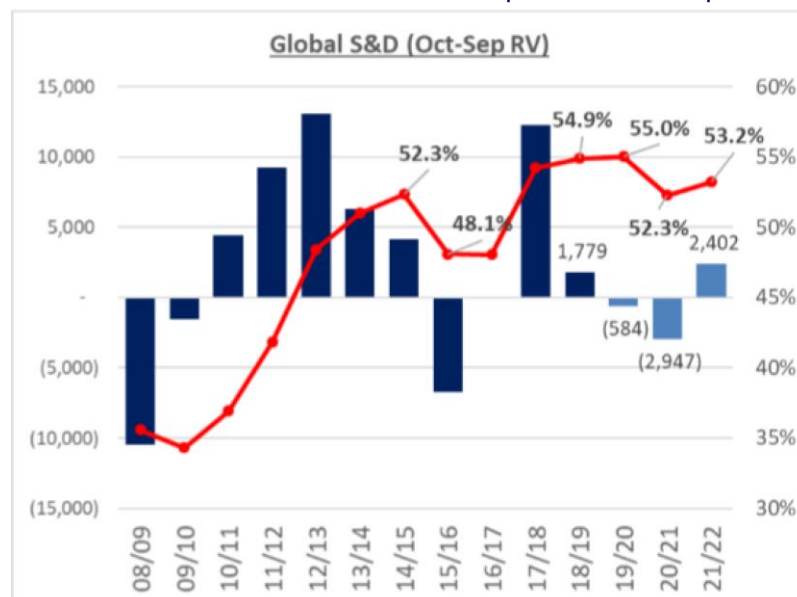
Source: Bloomberg

ค่าเงินเรียลบราซิลต่อ USD ยังอยู่ในโซนอ่อนค่า – เป็นลบต่อราคาน้ำตาล



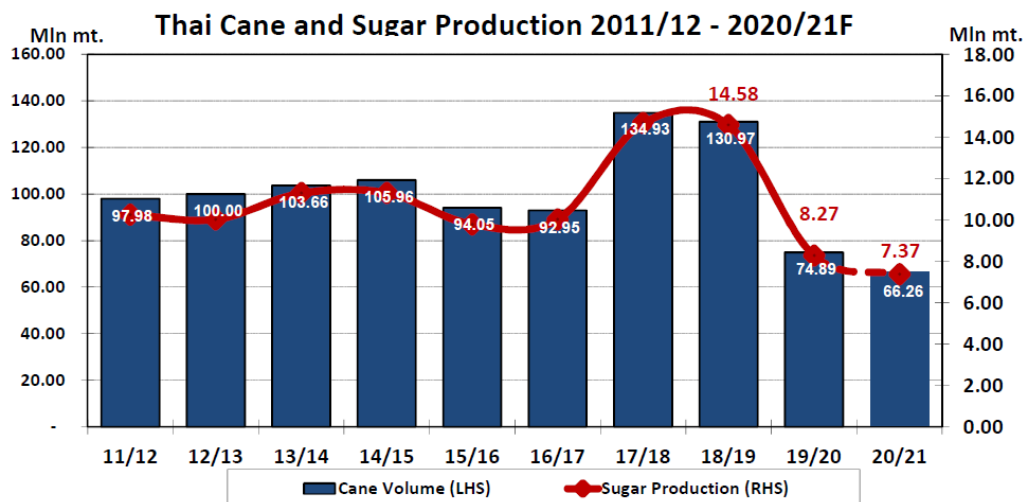
Source: Bloomberg

คาดการณ์ผลผลิตน้ำตาลโลกปี 2020/21 จะขาดดุล และกลับมาเกินดุลในปีถัดไป



Source: KSL's Presentation (from Louis Dreyfus)

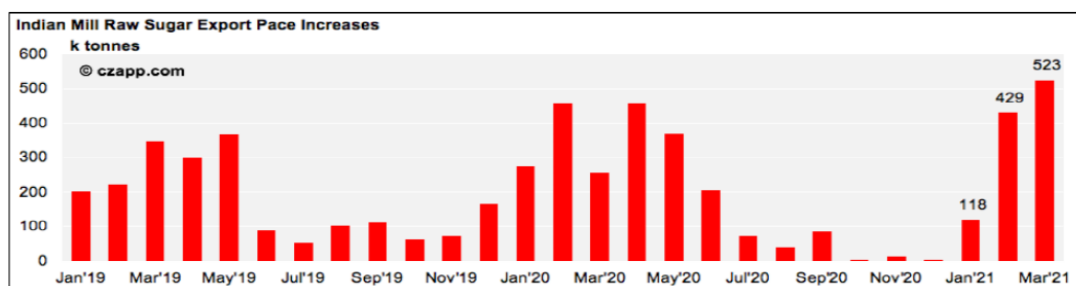
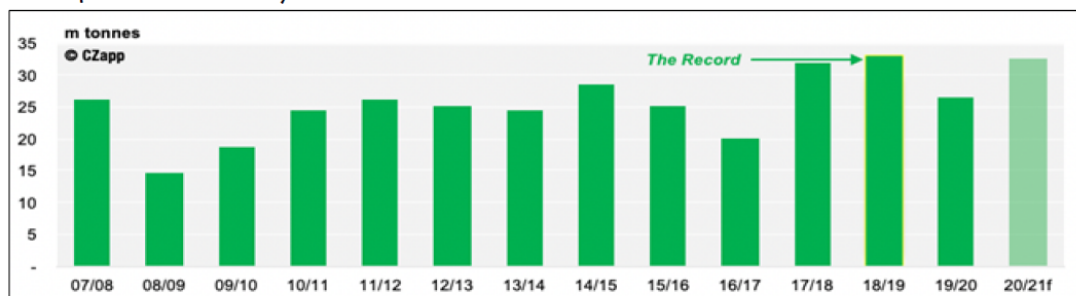
คาดการณ์ปริมาณอ้อยไทยปี 2021/22 จะกลับมาเพิ่มขึ้นในรอบ 4 ปี อยู่ที่ 75-85 ล้านตันอ้อย



Source: KSL's Presentation (OCSB, TSMC)

คาดการณ์ภาวะผลผลิตน้ำตาลของอินเดียปี 2020/21

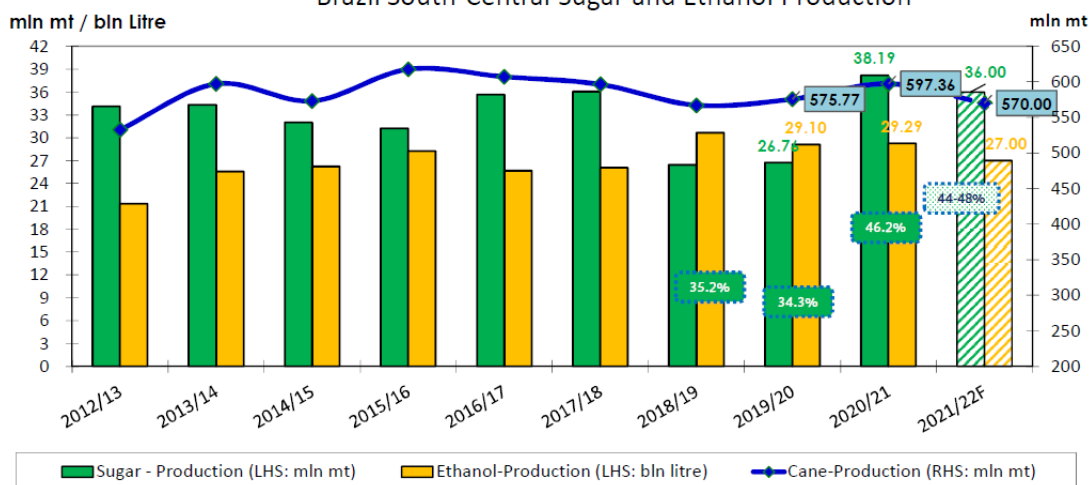
India will produce a lot of sugar in 2020/21, the Sugar Mill Association ISMA expects an increase of 13% to 31 million tons in 2020/21. Thus far, 2.2 mmt has been export with subsidy of USD80.



Source: KSL's Presentation (Czapp, TRS, ISMA)

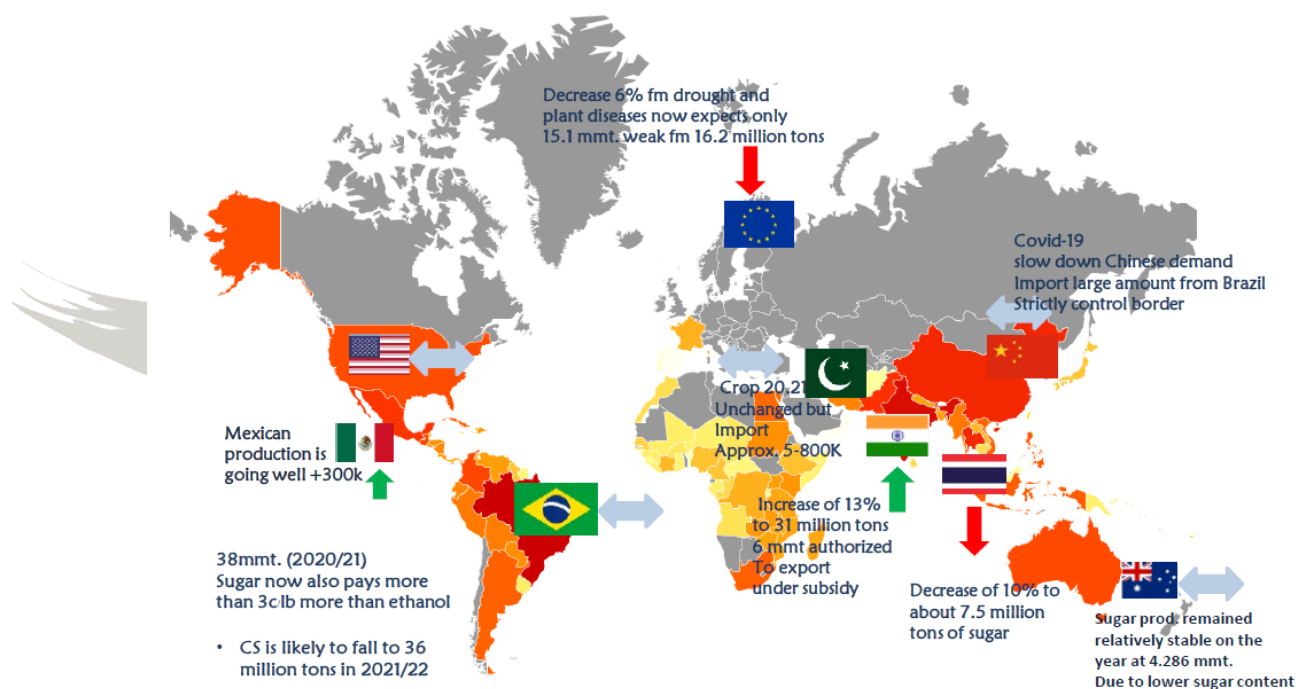
คาดการณ์ผลผลิตน้ำตาลของบราซิลปี 2021/22 จะลดลงเพราะภัยแล้ง

Brazil South-Central Sugar and Ethanol Production



Source: KSL's Presentation (Unica, Datagro)

การเปลี่ยนแปลงผลผลิตน้ำตาลปี 2020/21 ของรายประเทศ



Source: KSL's presentation (Commerzbank, Datagro, Isma, Platts, Unica, Louis Dreyfus)

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการจัดหาวัตถุดิบ

อ้อยถือเป็นวัตถุดิบหลักของบริษัท และเป็นหัวใจของกระบวนการผลิตน้ำตาล และต่อยอดไปยังธุรกิจอื่นๆที่ใช้ผลิตภัณฑ์ผลพลอยได้และของเสียที่ได้จากกระบวนการผลิตน้ำตาลมาเป็นวัตถุดิบเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่ม ในขณะที่ความผันผวนของปริมาณอ้อยเกิดจาก 2 สาเหตุคือ ปริมาณพื้นที่เพาะปลูกอ้อยน้อยลง และผลผลิตอ้อยต่อพื้นที่เพาะปลูกลดลง จากสภาพอากาศที่เปลี่ยนแปลงไป ดังนั้นหากปริมาณอ้อยลดลง อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญได้

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาน้ำตาลตลาดโลก

น้ำตาลถือเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ที่มีความผันผวนของราคาค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับสินค้าเกษตรชนิดอื่นๆ โดยขึ้นอยู่กับอุปสงค์ อุปทาน การเก็งกำไรของนักเก็งกำไร นโยบายภาครัฐทั้งในแง่การส่งเสริม การแทรกแซง ของประเทศผู้ผลิตและส่งออกน้ำตาล อีกทั้งยังมีความสัมพันธ์กับราคาน้ำมันด้วย ซึ่งหากราคาน้ำตาลตลาดโลกปรับตัวลดลงมาก จะเป็นลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

ความเสี่ยงจากนโยบายภาครัฐ

อุตสาหกรรมอ้อยและน้ำตาลในประเทศไทยอยู่ภายใต้การควบคุมและกำกับดูแลโดยคณะกรรมการอ้อยและน้ำตาลทราย ภายใต้พรบ.อ้อยและน้ำตาลทราย พ.ศ. 2527 ซึ่งมีการกำหนดการจัดสรรช่องทางการจำหน่ายน้ำตาลออกเป็นระบบสัดส่วนปริมาณน้ำตาลขายในประเทศและขายต่างประเทศ การจัดการราคา รวมถึงการจัดสรรส่วนแบ่งรายได้ของระบบระหว่างโรงงานน้ำตาลและเกษตรกรชาวไร่อ้อย ภายใต้ระบบแบ่งปันผลประโยชน์ 70 : 30 และการควบคุมการเปิดโรงงานน้ำตาล เป็นต้น จะเห็นว่่านโยบายต่างๆล้วนส่งผลกระทบต่อต้นทุนการผลิต และผลประกอบการของบริษัท

ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

เนื่องจากบริษัทมีรายได้จากการส่งออกน้ำตาลราว 70-80% ในขณะที่บริษัทมี Natural Hedge บางส่วนจากระบบแบ่งปันผลประโยชน์ ทำให้ต้นทุนค่าอ้อยของบริษัทถูกคำนวณจากรายได้ที่รวมผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยนแล้ว ถือว่ามีอัตราแลกเปลี่ยนไปในทิศทางเดียวกัน

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn) Ended-Oct	2018	2019	2020	2021E	2022E
Revenue	17,813	17,855	11,853	11,488	13,464
Cost of sales	14,681	14,230	10,082	9,248	10,973
Gross profit	3,131	3,625	1,771	2,240	2,491
SG&A	1,494	1,625	1,223	1,160	1,360
Operating profit	1,637	2,000	548	1,080	1,131
Other income	475	649	248	241	283
EBIT	858	1,236	324	1,206	1,279
EBITDA	2,122	2,440	1,404	2,311	2,409
Interest charge	728	710	497	456	445
Tax on income	144	149	-67	150	167
Earnings after tax	-14	376	-106	600	667
Minority interest	-18	8	-15	6	7
Normalized earnings	149	235	421	862	998
Extraordinary items	699	586	-503	0	0
Net profit	848	822	-83	862	998

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Net profit	848	822	-83	862	998
Deprec. & amortization	1,264	1,205	1,080	1,105	1,130
Change in working capital	-1,823	2,642	747	398	-441
Other adjustments	-192	-142	-28	-323	-268
Cash flow from operations	97	4,527	1,717	2,043	1,420
Capital expenditure	-1,093	-890	-1,102	-500	-500
Others	-517	655	615	4	-22
Cash flow from investing	-1,610	-235	-487	-496	-522
Free cash flow	-1,512	4,292	1,230	1,547	898
Net borrowings	1,273	-1,625	-1,069	-1,598	-863
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	-251	-217	-247	-345	-399
Others	506	77	-1,475	-446	118
Cash flow from financing	1,528	-1,765	-2,790	-2,388	-1,144
Net change in cash	16	2,527	-1,560	-841	-246

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn) Ended-Oct	2018	2019	2020	2021E	2022E
Cash	129	2,431	138	370	342
Accounts receivable	2,476	1,287	1,203	944	1,107
Inventory	4,089	2,774	2,049	1,900	2,255
Other current assets	1,640	1,023	884	747	875
Total current assets	8,335	7,515	4,274	3,962	4,579
Investments	4,456	4,356	5,052	5,102	5,152
Plant, property & equipment	26,183	25,868	25,891	25,285	24,655
Other assets	6,568	6,384	5,905	5,044	5,065
Total assets	45,542	44,122	41,122	39,393	39,452
Short-term loans	6,846	4,880	6,913	5,815	5,452
Accounts payable	1,793	1,283	1,191	1,013	1,203
Current maturities	5,146	5,485	3,224	2,500	2,450
Other current liabilities	139	170	60	92	108
Total current liabilities	13,924	11,818	11,388	9,420	9,212
Long-term debt	11,405	11,761	8,631	8,131	7,631
Other non-current liab.	1,574	1,521	1,557	976	1,144
Total non-current liab.	12,979	13,282	10,188	9,108	8,776
Total liabilities	26,903	25,100	21,576	18,528	17,988
Registered capital	2,205	2,205	2,205	2,205	2,205
Paid up capital	2,205	2,205	2,205	2,205	2,205
Share premium	2,946	2,946	2,946	2,946	2,946
Legal reserve	221	221	221	221	221
Retained earnings	12,838	13,234	13,655	14,974	15,573
Minority Interests	429	417	519	519	519
Shareholders' equity	18,639	19,022	19,546	20,865	21,464

Important Ratios (Consolidated)

	2018	2019	2020	2021E	2022E
Growth (%)					
Revenue	14.0	0.2	-33.6	-3.1	17.2
EBITDA	59.8	15.0	-42.5	64.6	4.2
Net profit	-57.0	-3.1	nm	nm	15.8
Normalized earnings	-3.8	58.0	78.8	105.0	15.8
Profitability (%)					
Gross profit margin	17.6	20.3	14.9	19.5	18.5
EBITDA margin	11.9	13.7	11.8	20.1	17.9
EBIT margin	4.8	6.9	2.7	10.5	9.5
Normalized profit margin	0.8	1.3	3.5	7.5	7.4
Net profit margin	4.8	4.6	-0.7	7.5	7.4
Normalized ROA	0.3	0.5	1.0	2.2	2.5
Normalize ROE	0.8	1.3	2.2	4.2	4.8
Normalized ROCE	2.7	3.8	1.1	4.0	4.2
Risk (x)					
D/E	1.5	1.3	1.1	0.9	0.9
Net D/E	1.5	1.2	1.1	0.9	0.8
Net debt/EBITDA	12.6	9.3	15.3	7.9	7.3
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.19	0.19	-0.02	0.20	0.23
Normalized EPS	0.03	0.05	0.10	0.20	0.23
EBITDA	0.48	0.55	0.32	0.52	0.55
Book value	4.13	4.22	4.31	4.61	4.75
Dividend	0.05	0.05	0.05	0.08	0.09
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Valuations (x)					
P/E	16.8	17.4	nm	16.6	14.3
Norm P/E	96.0	60.7	34.0	16.6	14.3
P/BV	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	19.3	15.1	25.4	14.0	13.3
Dividend yield (%)	1.5	1.5	1.5	2.4	2.8

Source: Company data, FSS 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	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 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ 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 มินท์ ทาวเวอร์ ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9 อาคาร มินท์ ทาวเวอร์ เลขที่ 719 ถนนบรรทัดทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700	สาขา สิ้นธร 1 130-132 อาคารสิ้นธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100	สาขา เคียนหวน (สิ้นธร 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717	สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130
สาขา สาทร เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสโกทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร 02-036-4859	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 แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ บูติลเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193	สาขา สมุทรสาคร เลขที่ 813/30 ถนนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045
สาขา ขอนแก่น 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925	สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรชัย ถ. หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589	สาขา เชียงใหม่ 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-711	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 ตรอกสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323	สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดำคลอง 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 บิดดาบ 300/69-70 หมู่ 4 ต.รูสมะมีแล อ.เมือง จ.บิดดาบ 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 บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ 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, HMPPRO, 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