

BUY

Previous

2021 Target Price (Bt) 3.20

|                                 |                       |
|---------------------------------|-----------------------|
| Price (08/04/2021)              | 2.50                  |
| up/downside (%)                 | +28.0%                |
| SET Index                       | 1,558.83              |
| Sector                          | Construction Services |
| Foreign limit/actual (%)        | 49.00/0.16            |
| Free float (%)                  | 54.89                 |
| Market cap (Bt m)               | 2,750.00              |
| Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD) | 64.61                 |
| hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)     | 2.72, 1.88, 2.21      |
| IOD 2020                        | N/R                   |
| THAI CAC                        | N/A                   |

#### Consolidated earnings

| BT (mn)                    | 2019   | 2020  | 2021E | 2022E |
|----------------------------|--------|-------|-------|-------|
| Revenue                    | 2,337  | 2,844 | 3,305 | 3,634 |
| Normalized profit          | 119    | 237   | 279   | 299   |
| Net profit                 | 131    | 238   | 279   | 299   |
| EPS (Bt) - norm            | 29.74  | 0.22  | 0.25  | 0.27  |
| EPS (Bt)- reported         | 32.68  | 0.22  | 0.25  | 0.27  |
| % growth y-y               | na     | -99.3 | 17.1  | 7.2   |
| Dividend/share (Bt)        | 0      | 0.09  | 0.10  | 0.11  |
| BV/share (Bt)              | 146.84 | 1.26  | 1.41  | 1.58  |
| EV/EBITDA (x)              | 2.6    | 7.3   | 6.6   | 6.4   |
| PER (x) - norm             | 0.1    | 11.6  | 9.9   | 9.2   |
| PER (x)                    | 0.1    | 11.6  | 9.9   | 9.2   |
| PBV (x)                    | 0.0    | 2.0   | 1.8   | 1.6   |
| Dividend yield (%)         | 0.0    | 3.4   | 4.1   | 4.3   |
| ROE (%)                    | 22.3   | 17.1  | 17.9  | 17.2  |
| YE No. of shares (million) | 4      | 1,100 | 1,100 | 1,100 |
| Par (Bt)                   | 100.00 | 0.50  | 0.50  | 0.50  |

Source: Company data, Finansia estimates

Analyst: Thanyatorn Songwutti

Register No.: 101203

Tel.: +662 646 9805

email: Thanyatorn.s@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

 Finansia Syrus Securities

 Finansia

 @fnsyrus

RT (RT TB)

บมจ. ไรท์ทันทันเน็ลลิง

## อุโมงค์แห่งแสงสว่าง

**Backlog** ปัจจุบันแตะ 4.2 พันล้านบาท ทอยอร์รับรู้ถึงปีหน้า ขณะที่เทรนด์ภาครัฐเร่งลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน เอื้อต่อโอกาสการรับงานเพิ่มของ RT ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของหลายโครงการขนาดใหญ่ โดยเฉพาะรถไฟทางคู่เด่นชัย-เชียงราย-เชียงของที่ส่วนใหญ่เป็นงานอุโมงค์ และมีโอกาสสูงที่รับงานจากพันธมิตรอย่าง CK ในงานโรงไฟฟ้าหลวงพระบาง ซึ่งมีลักษณะงานคล้ายกับที่เคยทำร่วมกัน หนุนให้เราคาดกำไรจะเติบโต 12% CAGR ในปี 2021-2022 ตามทิศทางรายได้ที่เป็นขาขึ้น เราประเมินราคาเหมาะสมที่ 3.20 บาท (อิง PER 12.5x) แนะนำซื้อ โดยราคาหุ้นเทรตบน PE2021 เพียง 10x ต่ำกว่ากลุ่มฯที่ 20x

ภาพเป็นบวกจากโอกาสการรับงานใหม่ที่เป็นขาขึ้น

RT ประกาศรับงานใหม่ YTD รวม 11 โครงการ มูลค่า 638 ล้านบาท ทำให้ปัจจุบันมี Backlogแตะ 4.2 พันล้านบาท คาดรับรู้ในปีเกินกว่า 70% และส่วนที่เหลืออีก 30% ในปีหน้า ขณะที่ได้แรงหนุนจากการขับเคลื่อนโครงการภาครัฐ ซึ่งมีงานที่ RT ถนัดโดยเฉพาะงานอุโมงค์อย่างรถไฟทางคู่สายเด่นชัย-เชียงราย-เชียงของ ขยายขอบเขตตั้งแต่วันที่ 19 มี.ค. และยื่นซอง 18-19 พ.ค.นี้ มีมูลค่างานอุโมงค์ 1.5 หมื่นล้านบาท และบริษัทคาดหวังได้รับ 50% เราคาดว่าผู้เข้าประมูลจะเป็นผู้รับเหมาหลัก ขณะที่มีโอกาสสูงที่ RT รับงานในรูปแบบ JV หรือ Sub-contract ซึ่งบริษัทมีความสัมพันธ์ที่ดีและประสบการณ์ทำงานร่วมกับ ITD, STEC, CK, UNIQ โดยมีงานที่อยู่ระหว่างทำอย่างรถไฟทางคู่มาบะเบ-จระเข้ JV กับ ITD รวมถึงมีโอกาสรับงานก่อสร้างโรงไฟฟ้าใน CLMV อย่างโรงไฟฟ้าหลวงพระบางของ CKP ซึ่งล่าสุดได้รับการติดต่อจาก CK แล้ว คาดเริ่มก่อสร้างปีหน้า โดยขนาดโครงการใกล้เคียงกับโครงการไชยะบุรีที่บริษัทเคยมีส่วนร่วม ซึ่งเป็นงานโครงสร้างคอนกรีต 7 พันล้านบาท โดยหากได้รับทั้ง 2 โครงการจะเป็นบวกต่อรายได้ไปอีก 3-5 ปีข้างหน้า

นอกจากนี้ บริษัทมีแผนการลงทุนโรงไฟฟ้าขนาดเล็ก 10 MW ในเมียนมาร์ ซึ่งปัจจุบันยังอยู่ระหว่างการศึกษาคาดหวังรับงานก่อสร้างโรงไฟฟ้า และสร้าง Recurring Income ในระยะยาว อย่างไรก็ตาม เรามองว่าการลงทุนดังกล่าวถูกชะลอออกไปและยังไม่มีแผนชัดเจนในระยะนี้ จากสถานการณ์ในเมียนมาร์ที่ยังไม่แน่นอน

คาดการณ์กำไรขยายตัว 12% CAGR ใน 2 ปีข้างหน้า

คาดการณ์กำไรสุทธิในปี 2021-2022 จะมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 12% CAGR ที่ 279 ล้านบาท (+17% Y-Y) และ 299 ล้านบาท (+7% Y-Y) ตามลำดับ ตามทิศทางรายได้งานก่อสร้างที่เร่งขึ้น โดยปี 2021 มาจากการรับรู้ Backlog ต่อเนื่อง ขณะที่ปี 2022 บนสมมติฐานรับงานใหม่อย่างรถไฟทางคู่เด่นชัย-เชียงราย-เชียงของที่คาดเริ่มก่อสร้างตั้งแต่ 4Q20 ซึ่งเราคาดได้งาน 40% ของมูลค่างานอุโมงค์ (ต่ำกว่าเป้าบริษัท) รวมถึงเริ่มก่อสร้างโรงไฟฟ้าหลวงพระบางได้ในปีหน้า อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวอย่างระมัดระวัง โดยในปี 2021-2022 อ่อนลงเป็น 19.5% และ 18.5% ตามลำดับ เทียบกับปี 2020 ที่ 20.9% หลังรถไฟทางคู่มาบะเบ-จระเข้ซึ่งมีมาร์จิ้นสูงกว่าปกติถูกส่งมอบปลายปี และงานใหม่คาดมีมาร์จิ้นอยู่ที่ 15-20%

สำหรับ 1Q21 คาดรายได้เร่งขึ้นเป็นระดับ 800 ล้านบาท แต่อัตรากำไรขั้นต้นถูกกดดันจากโครงการถนนมีปัญหา Cost Overrun และมีการแก้ไขแบบ ทำให้เบื้องต้นประเมินกำไร 1Q21 ชะลอ Y-Y แต่ดีขึ้น Q-Q อย่างไรก็ตาม เราไม่แนะนำให้ลงทุนตั้งแต่ 2Q21 จะฟื้นตัวต่อเนื่อง หลังโครงการที่มีปัญหาดังกล่าวถูกส่งมอบในปลายเดือนเม.ย.นี้

แนะนำซื้อ ราคาเหมาะสม 3.20 บาท

เราประเมินราคาเหมาะสมของ RT ปี 2021 ที่ 3.20 บาท อิง PER 12.5x เทียบกับบริษัทที่มีส่วนของการรับเหมาวิศวกรรมโยธา และธรณีเทคนิคอย่าง CK, STEC, UNIQ ซึ่งซื้อขายบน PE2020 ที่ 11-26x อย่างไรก็ตาม RT มีขอบเขตของงานน้อยกว่า ไม่มีการลงทุนในบริษัทร่วม รวมถึงกำไรปี 2021 โตต่ำกว่า CK และ STEC จึงอิง PE ที่ต่ำกว่า แต่เป็น PE สูงกว่า UNIQ ที่กำไรโตน้อยกว่า ขณะที่เทียบกับ EPS Growth ปี 2021-2022 คิดเป็น PEG ที่ 1.0 เท่า เราแนะนำซื้อ จาก Backlog ที่แข็งแกร่ง รองรับคาดการณ์รายได้ปี 2021-2022 แล้ว 89% และ 21% ตามลำดับ รวมถึงมีโอกาสรับงานใหม่เข้ามาเพิ่มอีกมาก ท่ามกลางตลาดงานอุโมงค์ที่คู่แข่งน้อยราย และปัจจุบันซื้อขายบน PE2021 เพียง 10x ต่ำกว่ากลุ่มฯที่ 20x ทั้งนี้ Key Risk คือรับงานใหม่น้อยกว่าคาด และมาร์จิ้นต่ำกว่าคาด โดยประเมิน Sensitivity มาร์จิ้นที่เปลี่ยนไปทุก ๆ 25bps กระทบประมาณการกำไร 2.4% และราคาเหมาะสม 0.07 บาท/หุ้น

## Company Overview

RT ดำเนินธุรกิจรับเหมาก่อสร้างด้านงานวิศวกรรมโยธา และงานธรณีเทคนิค จุดแข็งคือเป็นงานที่ต้องอาศัยความชำนาญและเทคโนโลยีระดับสูง ซึ่งบริษัทมีประสบการณ์แล้วกว่า 19 ปี แบ่งงานตามประเภทการให้บริการ 5 ประเภท

1.งานก่อสร้างอุโมงค์และโครงสร้างใต้ดิน (Tunnel & Shaft Construction) 2.งานก่อสร้างเขื่อน (Dam Construction) 3.งานก่อสร้างโรงไฟฟ้าพลังน้ำ (Hydro Power Plant) 4.งานก่อสร้างท่อลอดใต้ดินวิธีดันท่อและวิธีเจาะและตึงท่อ (Pipe Jacking & Horizontal Directional Drilling) 5.งานก่อสร้างด้านอื่นๆ

RT มีชื่อเสียงและเป็นที่ยอมรับจากผู้ว่าจ้าง โดยเฉพาะงานก่อสร้างอุโมงค์, งานระเบิดหิน, งานขุดเจาะโดยไม่ใช้ระเบิด, งานพัฒนาเหมือง, งานเจาะสำรวจ, งานคอนกรีตโครงสร้าง, งานวิศวกรรมโยธาทั่วไป และงานด้านธรณีวิทยา โดยบริษัทรับงานหลากหลายประเภท ทั้งโครงการขนาดเล็ก และใหญ่ ผ่านทั้งการประมูลโดยตรง และ Sub contract รวมถึงมีศักยภาพปฏิบัติงานได้ทั้งภาคเอกชน และภาครัฐ นอกจากนี้ ยังขยายตลาดไปในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้อย่างลาว, เมียนมา และกัมพูชา โดยเฉพาะงานก่อสร้างโรงไฟฟ้า

## Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ RT ด้วยวิธี Relative valuation อิง PE Multiplier ปี 2021 ที่ 12.5 เท่า อ้างอิงบริษัทที่มีส่วนของงานรับเหมาก่อสร้างวิศวกรรมโยธา และธรณีเทคนิคอย่าง CK, STEC, UNIQ ซึ่งซื้อขายบน PE2020 ที่กรอบ 11-26 เท่า อย่างไรก็ตาม RT มีขอบเขตของงานที่รับน้อยกว่า, ไม่มีการลงทุนในบริษัทร่วม รวมถึงกำไรปี 2021 ต่ำกว่า CK และ STEC จึงอิง PE ที่ต่ำกว่า แต่สูงกว่า UNIQ ที่กำไรต่อยกกว่า นอกจากนี้ยังถือว่าเป็นระดับการซื้อขายที่ใกล้เคียงกับ SRICHA ที่เป็นลักษณะงานที่ต้องอาศัยความเชี่ยวชาญ ซึ่งเทรดบน PE2021 ที่ 11.9 เท่า

คำนวณได้มูลค่าเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานปี 2021 ที่ 3.20 บาท ซึ่งคิดเป็น Implied PBV ที่ 2.3 เท่า ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของ PBV2020 กลุ่มรับเหมาก่อสร้าง ที่ 2 เท่า ทั้งนี้ เมื่อเทียบกับคาดการณ์การเติบโตของกำไรปกติของ RT ที่ 12% ในปี 2021-2022 จะคิดเป็น PEG ที่ 1.0 เท่า

## ESG

### Environment

- ให้ความสำคัญกับกิจกรรมการดำเนินงานของโครงการต่างๆ ให้มีผลกระทบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมน้อยที่สุด ทั้งการจัดการด้านน้ำเสีย ฝุ่นละออง เสียง และการสั่นสะเทือน ให้เป็นไปตามมาตรฐานและกฎหมายที่กำหนด
- แต่งตั้งเจ้าหน้าที่ด้านสิ่งแวดล้อมประจำโครงการเพื่อติดตามการปฏิบัติงานของบริษัท และดำเนินการจ้างผู้รับจ้างเพื่อติดตามตรวจสอบการปฏิบัติตามมาตรการการลดผลกระทบสิ่งแวดล้อมระยะเวลาก่อสร้างตามข้อกำหนดของผู้ว่าจ้าง

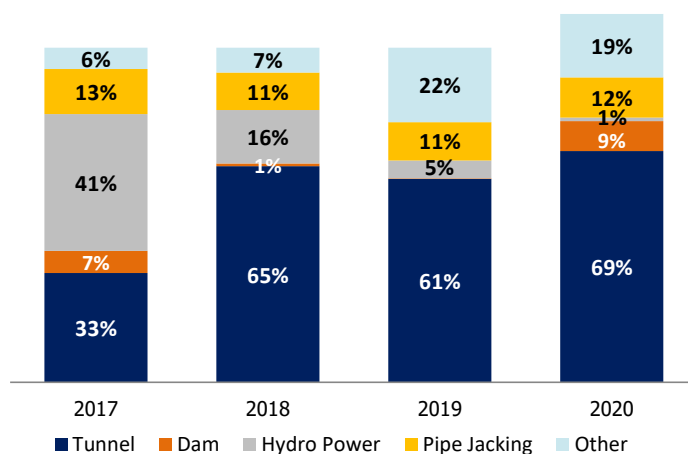
### Social

- ดำเนินธุรกิจด้วยความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม เพื่อสร้างความยั่งยืนของกิจการ และสังคมโดยรวม ภายใต้กรอบคู่มือจริยธรรมธุรกิจ และนโยบายต่อต้านการทุจริต
- โครงการ CSR อาทิ การบริจาคเครื่องอุปโภคบริโภคให้แก่ผู้พิการ ผู้สูงอายุที่ยากไร้และผู้ประสบภัยจากโรคติดต่อโควิด 19, โครงการสนับสนุนคอนกรีตผสมเสร็จขยายถนนในโรงเรียนแม่ตะมาน, โครงการซ่อมแซมถนนบ้านแม่ตะมาน, โครงการทำทางข้ามแม่น้ำเลยชั่วคราวบ้านกกโพธิ์ ห้วยดินสอ

### Governance

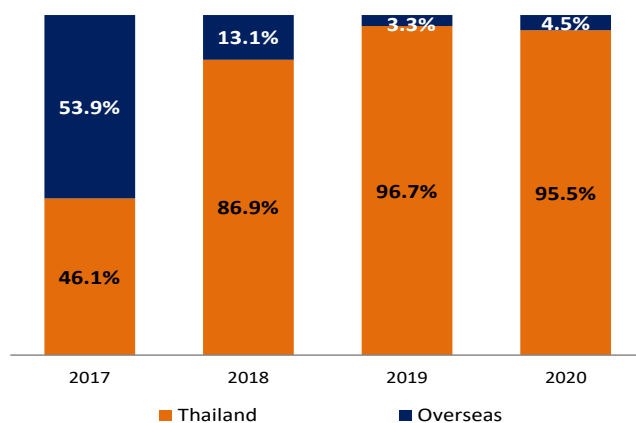
- กำหนดนโยบายเกี่ยวกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ เพื่อรักษาผลประโยชน์สูงสุดของบริษัทและผู้ถือหุ้น
- มีนโยบายการดูแลเรื่องการใช้ข้อมูลภายในเพื่อแสวงหาผลประโยชน์
- ดำเนินธุรกิจอย่างมีคุณธรรม โปร่งใส ยึดถือปฏิบัติตามกฎหมาย กฎเกณฑ์ และข้อกำหนดที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกิจ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มอย่างเคร่งครัด โดยกำหนดนโยบายการต่อต้านการทุจริตและการคอร์รัปชัน

Figure 1: Revenue by project



Source: Finansia Research

Figure 2: Revenue by geographic



Source: Company, FSS Research

Figure 3: Key Customer



Source: Company

Figure 4: Total Revenue

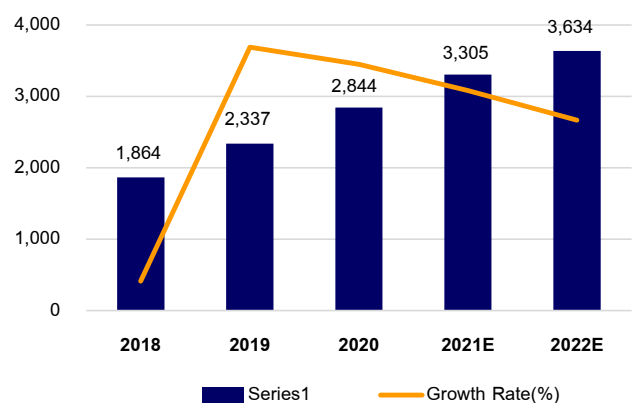
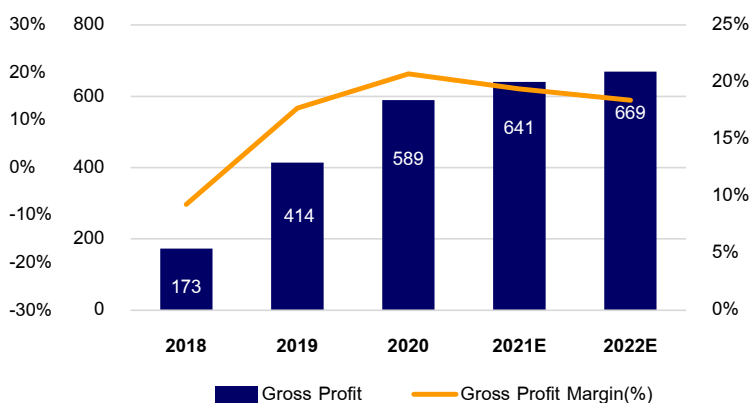


Figure 5: Gross Profit, GPM



Source: Finansia Research

Figure 6: Net Profit

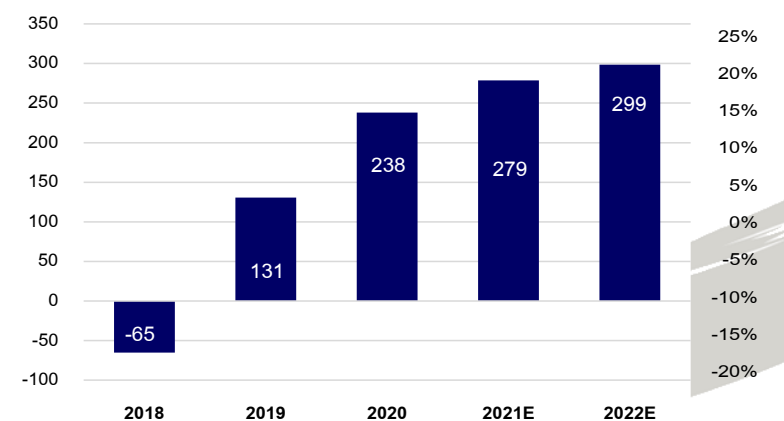
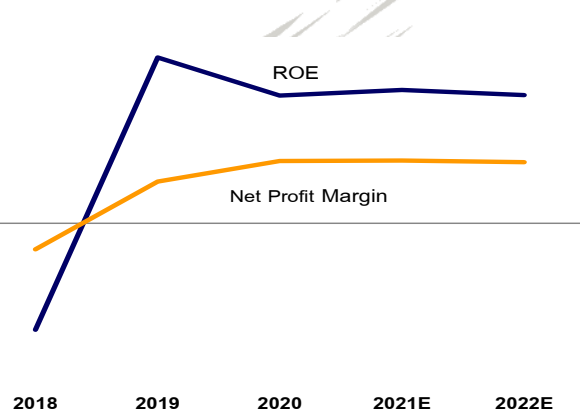


Figure 7: ROE, NPM



Source: Finansia Research

Figure 8: เปรียบเทียบกับคู่แข่งที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกัน

| Company | 2020 GPM (%) | 2020 NPM (%) | 2020 ROE (%) | 2021E Norm Profit Growth (%) | PE2020 (x) | PBV2020 (x) | Current PE (x) | Current PBV (x) |
|---------|--------------|--------------|--------------|------------------------------|------------|-------------|----------------|-----------------|
| CK      | 8.6          | 7.4          | 6.5          | 140.9                        | 26.5       | 1.2         | 35.7           | 1.1             |
| STEC    | 5.5          | 4.3          | 11.2         | 29.0                         | 20.3       | 1.8         | 20.7           | 1.4             |
| UNIQ*   | 20.6         | 5.6          | 8.4          | -1.0                         | 11.3       | 0.6         | 17.2           | 0.8             |
| Average | 11.6         | 5.8          | 8.7          | 50.7                         | 19.4       | 1.2         | 22.5           | 1.1             |
| RT      | 20.7         | 8.4          | 17.1         | 17.6                         |            |             |                |                 |

Source: Finansia Research, \* Bloomberg

Figure 9: Contractor Sector Comparison

| Ticker  | 2021E Norm Profit Growth (%) | PE2020 (x) | PBV2020 (x) | Current PE (x) | Current PBV (x) |
|---------|------------------------------|------------|-------------|----------------|-----------------|
| CK      | 140.9                        | 26.5       | 1.2         | 35.7           | 1.1             |
| PYLON   | 6.1                          | 15.3       | 4.0         | 17.2           | 2.5             |
| SEAFCO  | 40.5                         | 14.2       | 2.7         | 16.4           | 1.9             |
| SRICHA  | 187.5                        | 9.5        | 1.8         | 11.9           | 2.9             |
| STEC    | 29.0                         | 20.3       | 1.8         | 20.7           | 1.4             |
| UNIQ*   | -1.0                         | 11.3       | 0.6         | 17.2           | 0.8             |
| Average | 52.2                         | 16.2       | 2.0         | 19.9           | 1.8             |
| RT      | 17.6                         |            |             | 9.9            | 1.8             |

Source: Finansia Research, \* Bloomberg

## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

### ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของนโยบายภาครัฐ

นโยบายที่สำคัญที่อาจเกิดการเปลี่ยนแปลง เช่น การปรับลดงบประมาณหรือการโอนงบประมาณการก่อสร้างจากกระทรวงต่างๆ ไปใช้ในโครงการอื่น นโยบายเกี่ยวกับการกำหนดค่าจ้างแรงงานขั้นต่ำ การควบคุมแรงงานต่างด้าวที่อุตสาหกรรมก่อสร้างต้องใช้เป็นจำนวนมาก

### ความเสี่ยงจากความไม่ต่อเนื่องของรายได้จากงานรับเหมาก่อสร้าง

บริษัทอาจมีความเสี่ยงจากหากไม่มีงานรับเหมาก่อสร้างอยู่ในมือเพื่อรองรับการทำงานให้ได้อย่างต่อเนื่อง หรือยังไม่มีงานใหม่เข้ามารองรับ หรือมีความเสี่ยงหากการเบิกจ่ายงบประมาณของภาครัฐมีความล่าช้าหรือเลื่อนออกไปหรือการแข่งขันสูงขึ้นทำให้บริษัทไม่ได้รับงานอย่างต่อเนื่อง

### ความเสี่ยงจากการประเมินต้นทุนผิดพลาด

การประมาณการต้นทุนของงานมีความสำคัญต่อการสร้างกำไรในแต่ละโครงการ หากการประมาณการผิดพลาดหรือคลาดเคลื่อนไปจากต้นทุนที่เกิดขึ้นจริง อาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ

### ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัสดุก่อสร้าง

วัสดุส่วนใหญ่ที่บริษัทใช้เป็นเหล็กโลหะ ปูนซีเมนต์ กรวดทราย น้ำมันเชื้อเพลิง ซึ่งใช้กับรถและเครื่องจักรที่ใช้ในการก่อสร้าง ต้นทุนเกี่ยวกับวัสดุก่อสร้างเหล่านี้โดยเฉลี่ยคิดเป็น 52% ของต้นทุนงานรับเหมาก่อสร้างในแต่ละโครงการ หากราคาวัสดุเพิ่มขึ้นหรือลดลงอย่างมากจะส่งผลกระทบต่อต้นทุนของโครงการ ทั้งนี้ บริษัทป้องกันความเสี่ยงด้วยการสั่งซื้อวัสดุที่จะใช้ในโครงการล่วงหน้าสำหรับโครงการที่ลงนามในสัญญาแล้ว โดยเฉพาะเหล็ก โลหะ และปูนซีเมนต์ ซึ่งเป็นวัสดุหลักที่ใช้ในปริมาณที่สูงมาก นอกจากนี้ งานก่อสร้างของภาครัฐที่มีระยะเวลานาน มักมีการปรับมูลค่างานก่อสร้างตามสูตรการปรับราคา (ค่า K) หากราคาของวัสดุหลักที่ใช้ปรับตัวสูงขึ้นหรือลดลงเกินกรอบราคาที่กำหนด บริษัทจะได้รับเงินชดเชย

### ความเสี่ยงจากความล่าช้าของโครงการ

หากความล่าช้าที่เกิดจากการบริหารจัดการของบริษัท บริษัทอาจต้องชำระค่าปรับตามที่ได้รับไว้สัญญาจ้างงาน แต่หากความล่าช้าไม่ได้มีสาเหตุมาจากบริษัท หรือเป็นเหตุสุดวิสัย บริษัทสามารถเจรจากับผู้ว่าจ้างเพื่อขอขยายเวลาในการก่อสร้างได้

### ความเสี่ยงจากการแข่งขันที่รุนแรง

ธุรกิจรับเหมาก่อสร้างมีการแข่งขันค่อนข้างสูงทั้งจากผู้รับเหมารายใหญ่ที่มีประสบการณ์และศักยภาพทางการเงินที่แข็งแกร่งกว่าหรือมีต้นทุนทางการเงินต่ำกว่า และการแข่งขันจากผู้รับเหมารายย่อยที่ต้องการชนะประมูลอย่างมาก จะยื่นเสนอราคาที่มียอดการต่ำกว่า

**Income Statement (Consolidated)**

| (Bt mn)             | 2018  | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Revenue             | 1,864 | 2,337 | 2,844 | 3,305 | 3,634 |
| Cost of sales       | 1,691 | 1,923 | 2,255 | 2,664 | 2,965 |
| Gross profit        | 173   | 414   | 589   | 641   | 669   |
| SG&A                | 238   | 215   | 246   | 255   | 258   |
| Operating profit    | -65   | 198   | 343   | 386   | 411   |
| Other income        | 21    | 18    | 19    | 20    | 20    |
| EBIT                | -44   | 216   | 362   | 406   | 431   |
| EBITDA              | 195   | 481   | 546   | 601   | 636   |
| Interest charge     | 46    | 73    | 68    | 58    | 57    |
| Tax on income       | -20   | 25    | 58    | 70    | 75    |
| Earnings after tax  | -69   | 119   | 237   | 279   | 299   |
| Minority Interests  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Norm profit         | -69   | 119   | 237   | 279   | 299   |
| Extraordinary items | 4     | 12    | 1     | 0     | 0     |
| Net profit          | -65   | 131   | 238   | 279   | 299   |

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

| (Bt mn)                   | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|---------------------------|------|------|------|-------|-------|
| Net profit                | -69  | 119  | 237  | 279   | 299   |
| Depreciation etc.         | 239  | 265  | 184  | 195   | 205   |
| Change in working capital | -166 | -578 | -289 | -216  | -127  |
| Other adjustments         | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     |
| Cash flow from operation  | 4    | -194 | 132  | 258   | 377   |
| Capital expenditures      | -343 | -121 | -67  | -115  | -118  |
| Others                    | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     |
| Cash flow from investing  | -343 | -121 | -67  | -115  | -118  |
| Free cash flow            | -339 | -315 | 65   | 144   | 259   |
| Net borrowings            | 365  | 319  | -328 | -57   | -9    |
| Equity capital raised     | 0    | 0    | 562  | 0     | 0     |
| Dividend paid             | -4   | 12   | 3    | -111  | -119  |
| Others                    | 0    | 0    | 0    | 0     | 1     |
| Cash flow from financing  | 361  | 330  | 236  | -169  | -128  |
| Net Change in cash        | 22   | 16   | 301  | -25   | 130   |

**Balance Sheet (Consolidated)**

| (Bt mn)                   | 2018  | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Cash and equivalent       | 37    | 52    | 353   | 328   | 459   |
| Accounts receivable       | 126   | 550   | 647   | 744   | 818   |
| Inventory                 | 1,171 | 1,426 | 1,531 | 1,865 | 2,076 |
| Other current asset       | 41    | 37    | 47    | 50    | 55    |
| Total current assets      | 1,375 | 2,065 | 2,578 | 2,986 | 3,406 |
| Investment                | 250   | 297   | 290   | 290   | 290   |
| PPE                       | 1,111 | 920   | 810   | 729   | 642   |
| Other assets              | 263   | 449   | 372   | 430   | 472   |
| Total Assets              | 2,999 | 3,731 | 4,050 | 4,435 | 4,810 |
| Short term loan           | 552   | 1,008 | 773   | 750   | 750   |
| Account payable           | 1,349 | 1,556 | 1,402 | 1,652 | 1,838 |
| Current maturities        | 173   | 309   | 210   | 213   | 207   |
| Other current liabilities | 27    | 81    | 75    | 86    | 94    |
| Total current liabilities | 2,102 | 2,954 | 2,459 | 2,701 | 2,890 |
| Long term debt            | 393   | 120   | 127   | 88    | 85    |
| Other LT liabilities      | 47    | 69    | 76    | 90    | 100   |
| Total liabilities         | 2,542 | 3,143 | 2,661 | 2,879 | 3,075 |
| Registered capital        | 400   | 400   | 550   | 550   | 550   |
| Paid-up capital           | 400   | 400   | 550   | 550   | 550   |
| Share Premium             | 6     | 6     | 417   | 417   | 417   |
| Legal reserve             | 40    | 40    | 52    | 52    | 52    |
| Retained earnings         | 7     | 137   | 365   | 532   | 711   |
| Others                    | 4     | 4     | 4     | 4     | 4     |
| Minority Interest         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Shareholders' equity      | 457   | 587   | 1,389 | 1,556 | 1,735 |

**Important Ratios (Consolidated)**

|                            | 2018   | 2019   | 2020 | 2021E | 2022E |
|----------------------------|--------|--------|------|-------|-------|
| <b>Growth (%)</b>          |        |        |      |       |       |
| Revenue                    | -23.8  | 25.3   | 21.7 | 16.2  | 10.0  |
| EBITDA                     | -17.8  | 146.7  | 13.4 | 10.1  | 5.7   |
| Net profit                 | -223.7 | na     | 82.0 | 17.1  | 7.2   |
| Normalized earnings        | -218.7 | na     | 99.1 | 17.6  | 7.2   |
| <b>Profitability (%)</b>   |        |        |      |       |       |
| Gross profit margin        | 9.3    | 17.7   | 20.7 | 19.4  | 18.4  |
| EBITDA margin              | 10.5   | 20.6   | 19.2 | 18.2  | 17.5  |
| EBIT margin                | -2.3   | 9.3    | 12.7 | 12.3  | 11.8  |
| Normalized profit margin   | -3.7   | 5.1    | 8.3  | 8.4   | 8.2   |
| Net profit margin          | -3.5   | 5.6    | 8.4  | 8.4   | 8.2   |
| Normalized ROA             | -2.3   | 3.2    | 5.8  | 6.3   | 6.2   |
| Normalize ROE              | -14.3  | 22.3   | 17.1 | 17.9  | 17.2  |
| Normalized ROCE            | -7.3   | 16.8   | 15.0 | 16.1  | 15.6  |
| <b>Risk (x)</b>            |        |        |      |       |       |
| D/E                        | 5.6    | 5.4    | 1.9  | 1.9   | 1.8   |
| Net D/E                    | 5.5    | 5.3    | 1.7  | 1.6   | 1.5   |
| Net debt/EBITDA            | 12.8   | 6.4    | 4.2  | 4.2   | 4.1   |
| <b>Per share data (Bt)</b> |        |        |      |       |       |
| Reported EPS               | -16.30 | 32.68  | 0.22 | 0.25  | 0.27  |
| Normalized EPS             | -17.26 | 29.74  | 0.22 | 0.25  | 0.27  |
| EBITDA                     | 48.80  | 120.37 | 0.50 | 0.55  | 0.58  |
| Book value                 | 114.19 | 146.84 | 1.26 | 1.41  | 1.58  |
| Dividend                   | 2.00   | 0.00   | 0.09 | 0.10  | 0.11  |
| Par                        | 100.00 | 100.00 | 0.50 | 0.50  | 0.50  |
| <b>Valuations (x)</b>      |        |        |      |       |       |
| P/E                        | -0.2   | 0.1    | 11.6 | 9.9   | 9.2   |
| Norm P/E                   | -0.1   | 0.1    | 11.6 | 9.9   | 9.2   |
| P/BV                       | 0.0    | 0.0    | 2.0  | 1.8   | 1.6   |
| EV/EBITDA                  | 1.9    | 2.6    | 7.3  | 6.6   | 6.4   |
| Dividend yield (%)         | 80.0   | 0.0    | 3.4  | 4.1   | 4.3   |

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.วิญญู แขวงลุมพินี<br>เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-690-4100                                | <b>สาขา เคียนหวน (สิ้นธร 2)</b><br>140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18<br>ถ.วิญญู 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.หลวงพ่อดจลลง<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 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, 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 เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 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 30 พฤศจิกายน 2561) มี 2 กลุ่ม คือ
  - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
  - ได้รับการรับรอง CAC