

BUY

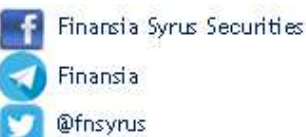
บมจ. เอ็มเค เรสโตรองต์ กรุ๊ป

Previous	BUY
2022 Target Price (Bt)	66.0
Price (06/07/2021)	52.0
up/downside (%)	+26.9
SET Index	1,591.43
Sector	Food & Beverage
Foreign limit/actual (%)	49.00/2.15
Free float (%)	45.12
Market cap (Bt m)	47,885.66
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	83.49
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	60.25, 47.75, 53.50
IOD 2020	4
THAI CAC	Certified

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	13,361	13,735	16,551	17,875
Normalized profit	907	467	2,377	2,671
Net profit	907	467	2,377	2,671
EPS (Bt) - norm	0.99	0.51	2.58	2.90
EPS (Bt)- reported	0.99	0.51	2.58	2.90
% growth y-y	-65.1	-48.6	409.2	12.4
Dividend/share (Bt)	1.00	0.48	2.32	2.61
BV/share (Bt)	14.68	14.71	14.97	15.26
EV/EBITDA (x)	16.5	19.0	10.3	9.7
PER (x) - norm	52.8	102.6	20.1	17.9
PER (x)	52.8	102.6	20.1	17.9
PBV (x)	3.5	3.5	3.5	3.4
Dividend yield (%)	1.9	0.9	4.5	5.0
ROE (%)	6.7	3.4	17.2	19.0
YE No. of shares (million)	921	921	921	921
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

Source: Company data, Finansia estimates

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



คาดหวังพลิกมีกำไรในเดือน ส.ค. เป็นต้นไป

คาดการณ์การดำเนินงาน 2Q21 จะพลิกเป็นขาดทุนราว -119 ลบ. จากที่มีกำไรใน 1Q21 แม้เดือน เม.ย. จะฟื้นตัวได้ดี แต่แล้วลงในเดือน พ.ค. ที่ถูกกระทบจาก COVID-19 รอบ 3 แม้รายได้ Delivery จะโตแรง แต่ไม่สามารถชดเชยรายได้หน้าร้านได้ และคาดว่าจะขาดทุนต่อเนื่องในเดือน ก.ค. จากมาตรการกึ่ง Lockdown ห้ามทานอาหารในร้านสำหรับ 6 จังหวัดในกทม. และปริมณฑลเป็นเวลา 30 วัน ให้เฉพาะบริการ Take Home ยังคาดหวังการกลับมาฟื้นตัวในเดือน ส.ค. เป็นต้นไป เชื่อว่าถ้าฟื้นใน ส.ค.-ก.ย. ได้ มีลุ้น 3Q21 พลิกมีกำไรเล็กน้อย และคาดว่าจะเริ่มฟื้นใน 4Q21 หากสถานการณ์คลี่คลายได้ และคาดว่าจะฟื้นตัวจากยังใช้ยั้งดี (หน้า Voucher ใช้กับร้านอาหารได้) รวมถึงเป็น High Season ของธุรกิจ เราปรับลดกำไรปี 2021 ลงเหลือ 467 ลบ. (-48.6% Y-Y) และคงประมาณการกำไรปี 2022 ตามเดิมที่ 2.37 พันลบ. และจะกลับมาเท่ากับปี 2019 อีกครั้งในปี 2023 ยังคงราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 66 บาท (อิง PE เดิม 25 เท่า) คงคำแนะนำซื้อลงทุน

คาด 2Q21 พลิกเป็นขาดทุนอีกครั้ง

คาดการณ์การดำเนินงาน 2Q21 พลิกเป็นขาดทุนสุทธิราว -119 ลบ. จากที่มีกำไร 89 ลบ. ใน 1Q21 แต่ขาดทุนน้อยลงจาก 2Q20 ที่ -247 ลบ. สาเหตุที่พลิกเป็นขาดทุนอีกครั้งเพราะได้รับผลกระทบจาก COVID-19 รอบสามในเดือน พ.ค. โดย SSSG ของร้าน MK เดือน เม.ย./พ.ค./มิ.ย. อยู่ที่ +97%/+17%/-30% Y-Y เนื้ย 2Q21 +38% Y-Y ซึ่งมาจากฐานที่ต่ำในเดือน เม.ย. 20 แต่ยังเป็นรายได้ที่ไม่สดใส เพราะยังต่ำกว่า 1Q21 และแน่นอนว่ายังไม่มีการเปิดสาขาใหม่จากสถานการณ์โดยรวมที่ยังไม่ดีขึ้น แม้รายได้ Delivery จะกลับมาฟื้นตัวแต่ไม่สามารถชดเชยการอ่อนตัวลงของรายได้หน้าร้านได้ และคาดอัตรากำไรขั้นต้นจะอ่อนตัวลงเป็น 62% จาก 64.2% ใน 1Q21 และใกล้เคียง 61.7% ใน 2Q20 ในขณะที่ค่าใช้จ่ายโดยรวมไม่สามารถปรับลดลงได้เท่ากับใน 2Q20 ที่หวังถูกปิดด้วย แต่ในป็นนี้หวังไม่ถูกปิดเพียงแต่ถูกจำกัดเวลาเปิด-ปิด ทำให้ได้รับส่วนลดค่าเช่าเพียง 10%-20% (เทียบกับ -50% ใน 2Q20) ส่วนค่าใช้จ่ายพนักงานถือว่ายังควบคุมได้ แม้จะไม่มีการใช้โปรแกรมลดเงินเดือนและ Leave without pay เหมือนปีก่อน แต่ช่วง 1 ปีที่ผ่านมาบริษัทลดการรับพนักงานใหม่แทนพนักงานเดิมที่ลาออกไป โดยรวมจำนวนพนักงานลดลงราว 20% Y-Y ปัจจุบันอยู่ที่ 1.3 หมื่นคนโดยประมาณ เท่ากับเป็นการเพิ่มประสิทธิภาพของแรงงานอีกทางหนึ่ง จึงคาดสัดส่วน SG&A to Sales อยู่ที่ 67.4% ชัยชนะจาก 61.8% ใน 1Q21 แต่ยังคงต่ำกว่า 76.6% ใน 2Q20

คาดหวังจะกลับมามีกำไรได้ในเดือน ส.ค. เป็นต้นไป

เราคาดว่า 3Q21 จะพลิกมีกำไรได้ แม้คาดเดือน ก.ค. น่าจะยังขาดทุนต่อเนื่องจากมาตรการกึ่ง Lockdown ห้ามให้บริการนั่งทานในร้าน 100% สำหรับสาขาใน กทม. และปริมณฑลรวม 6 จังหวัดเป็นเวลา 1 เดือน ให้เฉพาะ Take Home เท่านั้น ซึ่งบริษัทมีสัดส่วนสาขาในกทม. และปริมณฑลราว 46% และคิดเป็นสัดส่วนรายได้ราว 55%-60% ของรายได้รวม ในกรณี Worst Case ไม่รวมรายได้ Take Home คาดมาตรการนี้จะกระทบรายได้และกำไรของบริษัทราว 5% ของรายได้และกำไรทั้งปีตามลำดับ และคาดหวังการฟื้นตัวได้ทันที หากมีการผ่อนคลายมาตรการในช่วงเดือน ส.ค.-ก.ย. และยังคงกำไรที่ฟื้นตัวสู่ระดับ 300-400 ลบ. ได้ใน 4Q21 เมื่อ COVID-19 คลี่คลาย, คาดได้อานิสงส์จากมาตรการยังใช้ยั้งดี (เงิน Voucher ที่ได้รับสามารถนำมาใช้กับร้านอาหารได้) และยังเป็น High Season ของธุรกิจพอดี

ปรับลดกำไรปีนี้ และยังคงประมาณการกำไรปีหน้าฟื้นตัวตามเดิม

เรามีการปรับลดประมาณการกำไรปี 2021 ลงอีกครั้งเป็น 467 ลบ. จากเดิม 1,755 ลบ. ถือเป็นกำไรที่ลดลง -48.6% Y-Y แต่ยังคงประมาณการกำไรปี 2022 ไว้ตามเดิมที่ 2,377 ลบ. (+409% Y-Y) ยังต่ำกว่าก่อน COVID-19 และคาดว่าจะกลับมาใกล้เคียงปี 2019 อีกครั้งในปี 2023 ที่ 2,671 ลบ. (+12.4% Y-Y) ทั้งนี้ยังคงราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 66 บาท (อิง PE เดิม 25 เท่า) และคาดบริษัทอาจพิจารณาไม่จ่ายปันผลระหว่างกาลใน 1H21 จากขาด 1H21 จะขาดทุนราว -30 ลบ. พลิกจากมีกำไร 93 ลบ. ใน 1H20 และยังคงติดตามสัญญาณการฟื้นตัวในช่วงเดือน ส.ค. จะเป็นไปตามคาดหรือไม่

Company Overview

M ดำเนินธุรกิจร้านอาหารประเภทสุกียากี้ MK, ร้านอาหารญี่ปุ่น Yayoi Hakata Miyazaki, ร้านอาหารไทย ณ สยาม และ เลอ สยาม, ร้านกาแฟเกอร์ Le Petit, ร้านข้าวกล่อง Buzzy Box และในปี 2019 เข้าซื้อร้านอาหารแหลมเจริญ ซีฟู้ด ในสัดส่วน 65% สิ้นปี 2020 มีจำนวนสาขาดังนี้

Type of Business	Restaurants	Brand	No. of Outlets
Suki Restaurant	MK		449
	MK Gold		5
	MK Live		4
Japanese Restaurant	Yayoi		194
	Miyazaki		21
	Hakata		6
Thai / Seafood Restaurants	Na Siam		1
	Le Siam		3
	Learn Charoen Seafood		29
Others	Buzzy Box		6
	Le Petit / Harvest		4

Remark: Data as of Dec 2020.

บริษัทมีโรงงานครัวกลาง 3 แห่งได้แก่ ครัวกลางบางนา-CK4, ครัวกลางบางนา-CK5 และครัวกลางนคร-CK3 (ครัวกลางเดิม) รวมถึงลงทุนในธุรกิจโลจิสติกส์เพื่อสนับสนุนการขยายธุรกิจในอนาคต และบริษัทยังให้ความสำคัญกับพนักงานค่อนข้างมาก โดยมีการดำเนินธุรกิจสถาบันฝึกอบรมอาชีพเพื่ออบรมพนักงานในเครือทั้งหมด ซึ่งมีการพัฒนาหลักสูตรอย่างเข้มข้นเพื่อพัฒนาความรู้และทักษะการบริหารงานของผู้บริหารสาขา และฝึกอบรมทักษะพนักงานบริหารเพื่อให้คุณภาพการบริการของทุกสาขามีมาตรฐานเดียวกัน

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ M โดยอิง PE 25 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของกลุ่มร้านอาหารในภูมิภาค บนคาดการณ์ EPS ปี 2022 ที่ 2.61 บาท จึงได้ราคาเป้าหมายปี 2022 เท่ากับ 66 บาท

หากเทียบเคียงกับบริษัทอื่นในอุตสาหกรรมเดียวกันพบว่า M มีความโดดเด่นกว่าทั้งในแง่ความสามารถทำกำไร โดยมีอัตรากำไรสุทธิ (ก่อน COVID) สูงราว 15% สูงกว่าค่าเฉลี่ยบริษัทร้านอาหารที่จดทะเบียนในตลาดที่ 10% - 11% และมีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่งทั้งในแง่ไม่มีภาระหนี้ที่มีดอกเบี้ยจ่าย และคาดว่าจะมี ROE กลับมาสูงระดับสองหลักอีกครั้งในปี 2021 อีกทั้งยังมีเงินสดในมือ (รวมสินทรัพย์ใกล้เคียงเงินสด) สูงระดับ 7.7 พันล้านบาท

ESG

Environment

- M ให้ความสำคัญต่อการดำเนินการควบคุมผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมตามมาตรฐานของกรมอุตสาหกรรมและมาตรฐานสากล อาทิ การสร้างระบบที่เข้มงวดในการกำจัดขยะติดเชื้อ, การใช้หลอดไฟ LED
- ครัวกลางของบริษัทได้มีการควบคุมผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมตลอดกระบวนการผลิต โดยมีการบำบัดของเสีย เช่น บ่อดักไขมันสำหรับการดักเศษอาหารและไขมันก่อนที่จะปล่อยลงท่อระบายน้ำ

Social

- บริษัทให้ความสำคัญและมุ่งมั่นแก้ไขปัญหาการขาดแคลนแรงงานที่มีทักษะ นอกจากการดูแลเอาใจใส่พนักงานทุกระดับชั้น ให้โอกาสพนักงานที่มีความสามารถเพื่อก้าวสู่ระดับบริหารได้ในอนาคต บริษัทได้ลงนามบันทึกข้อตกลงร่วมกับสำนักงานคณะกรรมการอาชีวศึกษา ร่วมจัดการศึกษาอาชีวศึกษา เพื่อพัฒนากำลังคนให้มีความรู้ความสามารถ และทักษะในการประกอบอาชีพ ถือเป็นการสร้างแรงงานที่มีทักษะให้กับองค์กรและสังคม
- บริษัทเป็นที่ยอมรับจากลูกค้าและสังคมว่าเป็นผู้ประกอบการที่ให้ความสำคัญกับคุณภาพของอาหาร สะอาดถูกหลักอนามัย โดยได้รับการรับรองมาตรฐานและความปลอดภัยในอาหารจากสถาบันต่างๆ และเป็นผู้ประกอบการรายแรกที่ประกาศว่าอาหารของ MK Suki ทุกรายการปราศจากผงชูรส ซึ่งได้รับการรับรองจาก ออย. รวมถึงการทำสัญญาร่วมกับมูลนิธิโครงการหลวง เพื่อทำการซื้อขายสินค้า และปัจจุบันปริมาณผักมากกว่าครึ่งหนึ่งที่ร้านถูกซื้อผ่านโครงการหลวง

Governance

- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการชุดย่อย 2 ชุดคือ กรรมการตรวจสอบ 3 ท่าน เป็นกรรมการอิสระทั้งหมด และกรรมการบรรษัทภิบาล สรรหา และพิจารณาคำตอบแทน เป็นกรรมการอิสระ 2 ท่านจากทั้งหมด 3 ท่าน โดยประธานกรรมการเป็นกรรมการที่เป็นอิสระ เพื่อสร้างความมั่นใจให้ผู้ถือหุ้นในการถ่วงดุลอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกเสียง และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- บริษัทจัดทำนโยบายต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Policy) เพื่อเป็นแนวทางปฏิบัติที่ชัดเจนสำหรับพนักงานทุกระดับ และกำหนดให้มีการสอบทานการปฏิบัติตามอย่างสม่ำเสมอ
- บริษัทห้ามมิให้กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานของบริษัท รวมถึงคู่สมรส และบุตรที่ยังไม่บรรลุนิติภาวะที่ทราบข้อมูลที่สำคัญและงบการเงินของบริษัท ทำการ ซื้อ ขาย โอน หรือรับโอนหลักทรัพย์ของบริษัทในช่วง 1 เดือนก่อนการเปิดเผยงบการเงินให้แก่สาธารณชนทราบ และจนกว่าจะพ้น 24 ชั่วโมงนับแต่มีการเปิดเผยข้อมูลนั้นสู่สาธารณชน
- บริษัทได้รับคัดเลือกให้เป็นบริษัทในกลุ่มหลักทรัพย์ ESG100 ประจำปี 2019 ที่มีผลการดำเนินงานโดดเด่นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล

คาดการณ์ผลการดำเนินงาน 2Q21E

(Bt mn)	2Q21E	1Q21	%Q-Q	2Q20	%Y-Y	1H21E	1H20	% Y-Y
Sales revenue	2,811	3,116	-9.8	2,163	30.0	5,927	5,658	4.8
-SSSG MK % Y-Y	38.0	-27.8	nm	-56.0	nm	5.1	-37.8	nm
Costs	1,068	1,116	-4.3	829	28.8	2,184	2,099	4.0
Gross profit	1,743	2,000	-12.9	1,333	30.8	3,743	3,859	-3.0
SG&A costs	1,894	1,925	-1.6	1,657	14.3	3,819	3,845	-0.7
Interest charge	20	19	5.2	11	81.8	39	36	8.3
Net profit	-119	89	nm	-247	nm	-30	93	nm
Gross margin %	62.0	64.2	-2.2	61.7	0.3	63.2	64.8	-1.6
SG&A as % of Sales	67.4	61.8	5.6	76.6	-9.2	64.4	64.5	-0.1
Net margin %	-4.3	2.8	-7.1	-11.4	7.1	nm	1.6	nm

Source: FSS Estimates

การเปลี่ยนแปลงสมมติฐานที่ใช้ในการคาดการณ์ผลการดำเนินงาน M

Assumptions	Current			Previous			% Change		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
Total Sales (bt mn)	13,735	16,551	17,875	15,071	16,699	18,034	-8.9	-0.9	-0.9
% Y-Y Growth	2.8	20.5	8.0	12.8	10.8	8.0	-10.0	9.7	0.0
% SSSG Y-Y	2.5	18.5	4.0	12.5	6.0	4.0	-10.0	12.5	0.0
No. of New Stores	0	45	45	28	45	45	--	--	--
% Gross Margin	64.1	67.5	68.0	66.3	67.5	68.0	-2.2	0.0	0.0
SG&A (bt mn)	8,420	8,623	9,295	8,063	8,700	9,378	4.4	-0.9	-0.9
% SG&A to sales	61.3	52.1	52.0	53.5	52.1	52.1	7.8	0.0	0.0
Net Profit (bt mn)	467	2,377	2,671	1,755	2,399	2,695	-73.3	-0.9	-0.9
% Y-Y Growth	-48.6	409.2	12.4	93.4	36.7	12.3	nm	nm	nm

Source: Company Data, FSS Research

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการแข่งขันที่ค่อนข้างสูง

ธุรกิจร้านอาหารมีการแข่งขันที่ค่อนข้างสูง และนับวันจะทวีความรุนแรงมากขึ้น บริษัทต้องแข่งขันกับผู้ประกอบการธุรกิจร้านอาหารนานาชาติเป็นจำนวนมาก ซึ่งมีทั้งผู้ประกอบการจากต่างประเทศ, ผู้ประกอบการที่ดำเนินกิจการมานานในประเทศ และผู้ประกอบการร้านอาหารรายเล็กอีกจำนวนมาก เนื่องจากเป็นธุรกิจที่มี Barrier to entry ค่อนข้างต่ำ ทำให้ลักษณะการแข่งขันในธุรกิจเป็นในเชิงราคาและคุณภาพของอาหาร ความหลากหลาย ความคุ้มค่า ประสิทธิภาพการบริการ จำนวนและตำแหน่งที่ตั้งของร้านอาหาร การบำรุงรักษาร้านอาหารให้เป็นที่ยึดดูของลูกค้า รวมถึงชื่อเสียงและความแข็งแกร่งของแบรนด์

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

เนื่องจากต้นทุนอาหารจัดเป็นค่าใช้จ่ายที่สำคัญและมากที่สุดของบริษัทราว 32%-33% ของรายได้รวม ซึ่งส่วนใหญ่ประกอบด้วยต้นทุนวัตถุดิบเป็นหลัก ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงของราคาวัตถุดิบที่เพิ่มขึ้น (อาทิ เนื้อสัตว์ ผักสด) ในขณะที่บริษัทไม่สามารถปรับราคาขายให้สูงขึ้นเพื่อชดเชยกับราคาวัตถุดิบที่เพิ่มขึ้น หรือชดเชยได้เพียงบางส่วน เพราะความกดดันด้านการแข่งขัน หรือภาวะเศรษฐกิจที่ทำให้กำลังซื้อของผู้บริโภคชะลอตัวลง ก็จะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ

ความเสี่ยงจากการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายพนักงาน

ธุรกิจร้านอาหารเป็นธุรกิจที่จำเป็นต้องมีพนักงานเป็นจำนวนมาก (Labor Intensive) โดยเฉพาะพนักงานบริการแก่ลูกค้า ซึ่งบริษัทมีแผนเปิดสาขาใหม่ต่อเนื่องทุก และต้องมีพนักงานประมาณ 30-40 คนต่อ 1 สาขา ทำให้ค่าใช้จ่ายพนักงานเป็นค่าใช้จ่ายที่มากที่สุดเป็นอันดับ 2 รองจากค่าใช้จ่ายอาหาร ดังนั้นหากค่าใช้จ่ายพนักงานปรับสูงขึ้น (เช่น นโยบายการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำของภาครัฐ) และบริษัทไม่สามารถปรับราคาให้เพิ่มขึ้นเพื่อชดเชยได้ ก็จะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ

ความเสี่ยงที่จะไม่ได้ต่อสัญญาแฟรนไชส์ Yayoi

บริษัทย่อย เอ็ม เค อินเตอร์ฟู้ด ได้รับสิทธิในการดำเนินธุรกิจร้านอาหาร Yayoi จาก Plenus Co.,Ltd โดยสัญญาแฟรนไชส์มีอายุ 3 ปี และสามารถต่ออายุสัญญาได้ครั้งละ 3 ปี เว้นแต่คู่สัญญาฝ่ายหนึ่งฝ่ายใดบอกกล่าวยกเลิกสัญญาเป็นหนังสือล่วงหน้า 180 วันก่อนวันหมดอายุในแต่ละคราว ซึ่งหากบริษัทถูกบอกเลิกสัญญา จะทำให้บริษัทไม่สามารถดำเนินธุรกิจร้านอาหาร Yayoi และจะกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากโรคระบาด

ไม่เพียงแต่โรคระบาดในสัตว์ เช่น โรคไข้หวัดนก หรือ โรคไข้หวัดแอฟริกันหมู ที่อาจทำให้ลูกค้าไม่มั่นใจในความปลอดภัยของเนื้อสัตว์ หรือ อาจทำให้ราคาเนื้อสัตว์ปรับตัวสูงขึ้น กระทบต่อต้นทุนอาหารของบริษัทได้ แต่ล่าสุดเราได้เผชิญกับโรคระบาดในคน เช่น COVID-19 ที่กระทบต่อพฤติกรรมการทานอาหารในร้านอาหารของผู้บริโภค จากทั้งมาตรการ Lockdown ที่ส่งผลกระทบถึงขั้นปิดการให้บริการทานในร้านเป็นการชั่วคราว หรือจำนวนลูกค้าเข้าร้านน้อยลง เพราะความกังวลต่อโรคระบาด ล้วนส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	17,409	13,361	13,735	16,551	17,875
Cost of sales	5,483	4,577	4,938	5,379	5,720
Gross profit	11,926	8,784	8,797	11,172	12,155
SG&A	9,183	7,947	8,420	8,623	9,295
Operating profit	2,743	837	378	2,549	2,860
Other income	462	294	275	414	447
EBIT	3,205	1,131	652	2,963	3,307
EBITDA	3,982	3,268	2,804	5,130	5,489
Interest charge	1	73	72	70	70
Tax on income	553	140	104	505	567
Earnings after tax	2,651	918	477	2,387	2,671
Minority interest	-7	-4	-5	-5	0
Normalized earnings	2,622	907	467	2,377	2,671
Extraordinary items	-18	0	0	0	0
Net profit	2,604	907	467	2,377	2,671

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net profit	2,604	907	467	2,377	2,671
Deprec. & amortization	777	2,137	2,152	2,167	2,182
Change in working capital	-365	-856	37	118	81
Other adjustments	418	-96	18	10	5
Cash flow from operations	3,434	2,092	2,673	4,672	4,939
Capital expenditure	-957	343	-1,914	-1,663	-2,042
Others	-294	329	166	-113	-142
Cash flow from investing	-1,251	672	-1,748	-1,775	-2,185
Free cash flow	2,477	2,435	759	3,009	2,896
Net borrowings	39	2,526	-188	-141	-141
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	-2,477	-1,688	-443	-2,139	-2,404
Others	44	-3,572	-244	92	-176
Cash flow from financing	-2,394	-2,734	-876	-2,188	-2,721
Net change in cash	83	-299	-116	821	175

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	8,033	7,663	7,547	8,368	8,543
Accounts receivable	158	110	113	136	147
Inventory	358	418	473	516	548
Other current assets	191	119	137	166	179
Total current assets	8,740	8,310	8,271	9,185	9,417
Investments	2,121	1,721	1,716	1,711	1,711
Plant, property & equipment	3,769	3,254	3,182	2,565	2,283
Other assets	3,311	7,069	6,903	7,015	7,158
Total assets	17,942	20,353	20,071	20,476	20,568
Short-term loans	0	0	0	0	0
Accounts payable	1,855	1,312	1,420	1,547	1,645
Current maturities	13	1,126	1,155	1,078	1,001
Other current liabilities	598	406	412	497	536
Total current liabilities	2,467	2,845	2,987	3,122	3,183
Long-term debt	39	2,565	2,376	2,235	2,094
Other non-current liab.	810	1,096	824	993	894
Total non-current liab.	848	3,661	3,200	3,228	2,988
Total liabilities	3,315	6,506	6,188	6,350	6,171
Registered capital	921	921	921	921	921
Paid up capital	921	921	921	921	921
Share premium	8,785	8,785	8,785	8,785	8,785
Legal reserve	93	93	93	93	93
Retained earnings	4,508	3,725	3,747	3,985	4,252
Minority Interests	320	324	337	342	347
Shareholders' equity	14,627	13,847	13,883	14,126	14,398

Key Ratios

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Growth (%)					
Revenue	3.8	-23.3	2.8	20.5	8.0
EBITDA	0.8	-17.9	-14.2	82.9	7.0
Net profit	1.2	-65.1	-48.6	409.2	12.4
Normalized earnings	-1.3	-65.4	-48.6	409.2	12.4
Profitability (%)					
Gross profit margin	68.5	65.7	64.1	67.5	68.0
EBITDA margin	22.9	24.5	20.4	31.0	30.7
EBIT margin	18.4	8.5	4.7	17.9	18.5
Normalized profit margin	15.1	6.8	3.4	14.4	14.9
Net profit margin	15.0	6.8	3.4	14.4	14.9
Normalized ROA	14.5	4.5	2.3	11.6	13.0
Normalize ROE	18.2	6.7	3.4	17.2	19.0
Normalized ROCE	20.7	6.5	3.8	17.1	19.0
Risk (x)					
D/E	0.2	0.5	0.5	0.5	0.4
Net D/E	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2
Net debt/EBITDA	0.6	1.8	2.0	1.0	0.9
Per share data (Bt)					
Reported EPS	2.83	0.99	0.51	2.58	2.90
Normalized EPS	2.85	0.99	0.51	2.58	2.90
EBITDA	4.32	3.55	3.05	5.57	5.96
Book value	15.54	14.68	14.71	14.97	15.26
Dividend	2.60	1.00	0.48	2.32	2.61
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	18.4	52.8	102.6	20.1	17.9
Norm P/E	18.3	52.8	102.6	20.1	17.9
P/BV	3.3	3.5	3.5	3.5	3.4
EV/EBITDA	12.7	16.5	19.0	10.3	9.7
Dividend yield (%)	5.0	1.9	0.9	4.5	5.0

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	สำนักงานอัลมาลิก 25 อาคารอัลมาลิก ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999	สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อนุสาวรีย์ 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 ประราชินี 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130
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 สีลม 1 130-132 อาคารสีลม ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100	สาขา เคียนทรวง (สินธร 2) 140/1 อาคารเคียนทรวง 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717	สาขา สาทร เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสโก้ทาวเวอร์ 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 ยูนิคเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193		
สาขา ขอนแก่น 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925	สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรธวัช ต. 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 สมุทรสาคร เลขที่ 813/30 ถนนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045
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 สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595
สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219	สาขา บัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รุดะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี 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 บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อการเสียหายใดๆ 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