

SC (SC TB)

BUY

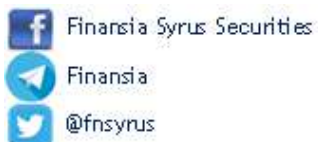
บมจ. เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น

Previous	BUY
2021 Target Price (Bt)	3.50
Price (07/07/2021)	3.06
up/downside (%)	+14.4
SET Index	1,576.60
Sector	Property Development
Foreign limit/actual (%)	49.00/2.20
Free float (%)	39.10
Market cap (Bt m)	12,816.02
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	18.11
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	3.42, 2.66, 3.07
IOD 2020	5
THAI CAC	Certified

Consolidated earnings				
BT (mn)	2019	2020	2021E	2022E
Revenue	17,637	18,977	18,970	20,522
Normalized earnings	1,948	1,929	1,921	2,123
Net profit	2,026	1,898	1,921	2,123
Normalized EPS (Bt)	0.47	0.46	0.46	0.51
EPS (Bt)	0.485	0.454	0.459	0.508
% growth	13.7	-6.3	1.2	10.5
Dividend (Bt)	0.19	0.18	0.18	0.20
BVshare (Bt)	4.20	4.46	4.74	5.04
EV/EBITDA (x)	12.5	10.7	10.1	9.1
Normalized PER (x)	6.6	6.6	6.7	6.0
PER (x)	6.3	6.7	6.7	6.0
PBV (x)	0.7	0.7	0.6	0.6
Dividend yield (%)	6.2	5.9	6.0	6.6
ROE (%)	11.5	10.2	9.7	10.1
YE No. of shares (million)	4,180	4,180	4,180	4,180
Par (Bt)	1.00	1.00	1.00	1.00

Source: Company data, Finansia estimates

Analyst: Thanyatorn Songwutti
Register No.: 101203
Tel.: +662 646 9805
email: Thanyatorn.s@fnsyrus.com
www.fnsyrus.com



แนวโน้มงบ 2Q21 ดีกว่าเคยคาค โต Q-Q, Y-Y

ยอดขาย 2Q21 ดีกว่าคาด 5% จบที่ 5.6 พันล้านบาท (-1% Q-Q, -9% Y-Y) ขับเคลื่อนด้วยอุปสงค์ที่แข็งแกร่งของกลุ่ม High-End โดยเฉพาะแนวราบทั้งโครงการเดิมที่ไปได้ดีและความสำเร็จโครงการใหม่ ขณะที่กำไร 2Q21 เติบโตกว่าที่เคยคาค ประเมินเร่งขึ้น 20% Q-Q และ 10% Y-Y เป็น 500 ล้านบาท หนุนจากยอดโอน +21% Q-Q, +4% Y-Y จากการรับรู้ Backlog ต่อเนื่อง และยอดขายที่ทรงตัวสูง สำหรับคำสั่งปิดแคมป์ก่อสร้าง 30 วันกระทบจำกัด เนื่องจากมีสต็อกพร้อมขายรองรับ ทำให้การขายและโอนยังเป็นไปตามแผน เราคงมุมมองบวก 2H21 จากการรุกเปิดโครงการใหม่ที่กระจุยในครึ่งปีหลัง หนุนไม่เมินต์มียอดขายและกำไรดีต่อ คงราคาเหมาะสม 3.50 บาท ยังแนะนำซื้อ

ยอดขาย 2Q21 ดีต่อ ผลักดันด้วยอุปสงค์แข็งแกร่งของกลุ่ม High-End

ยอดขาย 2Q21 อยู่ที่ 5.6 พันล้านบาท ดีกว่าคาด 5% จากยอดขายแนวราบสูงกว่าคาด ถือว่าไปได้ดีใกล้เคียง 1Q21 แม้ถูกกดดันจาก COVID-19 ระลอก 3 และเปิดโครงการแนวราบใหม่เพียง 1 แห่งอย่าง Bangkok Boulevard Signature Petchkasem-Pinklao มูลค่า 1.3 พันล้านบาท อย่างไรก็ตาม ยอดขายชะลอเล็กน้อย 9% Y-Y เป็นผลจากฐานสูงที่ทำ New High ใน 2Q20 ซึ่งเปิดโครงการใหม่ 4 โครงการ และมี Pent-up demand จากมาตรการล็อกดาวน์ในการระดมทุนครั้งแรก ทั้งนี้ ภาพรวมได้แรงหนุนจากอุปสงค์ที่แข็งแกร่งของกลุ่มลูกค้า High-End หลักๆ มาจากแผนขายโครงการแนวราบที่บริษัทถนัดซึ่งคิดเป็น 85% ของยอดขายรวม จากทั้งโครงการเดิมที่ได้รับผลตอบแทนดีต่อเนื่องและโครงการใหม่ที่ทำยอดขายสูงถึง 34% ทำให้ยอดขายรวม 1H21 อยู่ที่ 1.1 หมื่นล้านบาท (+38% Y-Y) คิดเป็น 57% ของเป้าปีที่ 2 หมื่นล้านบาทซึ่งมองว่ามี Upside จากแนวราบที่ทำได้ 59% ของเป้าทั้งปี

คาคกำไร 2Q21 ขยายตัวดี +20% Q-Q, +10% Y-Y

เราประเมินกำไรสุทธิ 2Q21 ที่ 500 ล้านบาท (+20% Q-Q, +10% Y-Y) ถือว่าดีกว่าที่เคยคาคไว้ก่อนหน้าทีโต Q-Q แต่ลดลง Y-Y โดยกำไรที่ขยายตัวดีขับเคลื่อนจากยอดโอนคาคแต่ละระดับ 4.5 พันล้านบาท (+21% Q-Q, +4% Y-Y) จากคอนโดที่คาคพื้นตัวเป็น 990 ล้านบาท (+97% Q-Q, +53% Y-Y) หลังรับรู้ Backlog ที่ยกมาจากรายการ 1Q21 และยอดขายมีทิศทางดีขึ้นโดยเฉพาะโครงการระดับบนอย่าง Beatinq ส่วนแนวราบซึ่งคิดเป็น 78% ของยอดโอนรวม คาคทรงตัวสูงที่ 3.5 พันล้านบาท (+9% Q-Q, -5% Y-Y) ตามทิศทางของยอดขาย แต่มีบางส่วนที่อยู่ระหว่างก่อสร้างและโอนกรรมสิทธิ์ไม่ทันภายในไตรมาส ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นขายอสังหาริมทรัพย์ลดลงเล็กน้อยเป็น 29.1% เทียบกับ 1Q21 ที่ 29.3% และ 2Q20 ที่ 29.6% สะท้อนสัดส่วนยอดโอนที่สูงขึ้นของคอนโดที่มีการทำโปรโมชั่น ทั้งนี้ หากงบ 2Q21 ตามคาค 1H21 จะคิดเป็น 48% ของประมาณการกำไรปกติทั้งปีทรงตัวที่ 1.92 พันล้านบาท

ปิดแคมป์ก่อสร้าง 30 วัน กระทบจำกัด

ประเด็นคำสั่งปิดแคมป์คนงาน และหยุดงานก่อสร้าง 30 วัน ตั้งแต่วันที่ 28 มิ.ย. 2021 เราประเมินว่า SC ได้รับกระทบจำกัด และมองว่าบริษัทยังบริหารจัดการได้ ทั้งในส่วนแนวราบที่มีสินค้าพร้อมโอนบางส่วนรองรับราว 2 พันล้านบาท ก่อนกลับมาเร่งก่อสร้างชดเชยได้ทัน สำหรับคอนโดไม่มีผลกระทบเนื่องจากทั้งหมดมาจากการขายสต็อกพร้อมโอนที่ปัจจุบันมีราว 6 พันล้านบาท โดยบริษัทคงแผนการเปิดโครงการใหม่ใน 3Q21 มูลค่ารวม 2.8 พันล้านบาท เป็นแนวราบ 3 แห่ง และโฮมออฟฟิศที่เลื่อนมาจาก 2Q21 อีก 1 แห่ง ทำให้คงมุมมองบวกต่อ 2H21 ทั้งยอดขายและกำไรจากการรุกเปิดโครงการใหม่ 9 โครงการ มูลค่ารวม 1.4 หมื่นล้านบาท หรือคิดเป็น 86% ของทั้งปี เพิ่มขึ้นจาก 1H21 ที่เปิด 2 โครงการ มูลค่า 2.3 พันล้านบาท

คงราคาเหมาะสม 3.50 บาท คงคำแนะนำซื้อ

เราคงราคาเหมาะสมปี 2021 ที่ 3.50 บาท (อิง PER 7.5x) คงคำแนะนำซื้อ จาก 1) กำไร 2Q21 พิสูจน์ความแข็งแกร่งท่ามกลาง COVID-19 ในฐานะผู้นำสินค้าตลาดบน 2) คาคยอดขายทั้งปีมี Upside จากเป้าบริษัทอย่างน้อย 10% 3) แนวโน้ม 2H21 ดีต่อเนื่องทั้งยอดขายและผลประกอบการ 4) ราคาหุ้นซื้อขายบน PE2021-2022 เพียง 6.3x มีส่วนลดจากค่าเฉลี่ย 5 ปี-0.5SD และต่ำกว่ากลุ่มอสังหาริมทรัพย์ 9.3x พร้อมคาคปันผลสูง 6.0-6.6% ต่อปี (จ่ายปีละครั้ง) อย่างไรก็ตาม Key Risk คือการยกเลิกจองของต่างชาติซึ่งมี Backlog ราว 400 ล้านบาทใน 28 Chidlom รวมถึงจำนวนผู้ติดเชื้อ COVID ที่สูงขึ้น อาจทำให้ภาครัฐขยายระยะเวลาปิดแคมป์ก่อสร้างเป็นมากกว่า 30 วัน ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อแผนเปิดตัวใน 4Q21 และการรับรู้รายได้ล่าช้ากว่าแผน

Company Overview

SC ประกอบธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์อย่างครบวงจร ประกอบด้วย

1) ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทบ้านเดี่ยว ทาวน์เฮ้าส์ และ คอนโด โดยบริษัทเป็นผู้นำอสังหาริมทรัพย์ Luxury โดยเฉพาะตลาดบ้านเดี่ยว อาทิ แบรนด์ Granada, Grand Bangkok Boulevard, The Gentry, Bangkok Boulevard ขณะที่ 3 ปีที่ผ่านมา เริ่มขยายไประดับ Mid-to-Low End ราคาต่ำกว่า 8 ล้านบาทมากขึ้น ภายใต้แบรนด์ PAVE (บ้านเดี่ยว 3-5 ล้านบาท) และ VERVE (ทาวน์เฮ้าส์ 2-3 ล้านบาท) เพื่อลดการพึ่งพาเพียงตลาดบน และครอบคลุมตลาดในทุก Segment รวมถึงเริ่มเจาะไปตลาดต่างจังหวัดในเขต EEC นอกจากนี้ ยังจัดตั้งบ.ย่อย SC ALPHA เพื่อดำเนินธุรกิจลงทุนอสังหาริมทรัพย์ในสหรัฐฯ

Price	SDH	TH/Home office	Condo	Price
>50 M	GRANADA		CHIDLOM SCOPE LANGSUAN	>300 K
20 - 50 M	GRAND THE GENTRY HEADQUARTERS		SALADAENG ONE BEATNIQ	
8 - 20 M	boulevard boulevard		THE CREST	200-300 K
5 - 8 M	VENUE life boulevard V COMPOUND	WORK PLACE	CENTRIC	120 - 200K
3 - 5 M	PAVE	VISTA	CHAMBERS	60-120K
<3 M		verve		

2) ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อให้เช่าและบริการ

ปัจจุบันมีอาคารสำนักงานให้เช่ารวม 6 อาคาร มีพื้นที่เช่ารวม 1.2 หมื่นตร.ม. ประกอบด้วยอาคารซินิเตอร์ทาวเวอร์ 1-2-3, เอสซี ทาวเวอร์, สำนักงานขนาดกลาง 2 แห่ง และอาคารสถานีชุมสายโทรศัพท์เคลื่อนที่ ซึ่งอัตราให้เช่าเฉลี่ย 90-100%

3) ธุรกิจให้บริการที่ปรึกษาและจัดการ รวมถึงการให้บริการหลังการขาย ผ่านบริษัทย่อย อาทิ บ.บริดจ์ กรุป เป็นตัวแทนซื้อ ขาย เช่า อสังหาริมทรัพย์ แลสูง เจาะกลุ่มลูกค้าต่างประเทศ

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ SC ที่ 3.50 บาท อิง PER 7.5 เท่า เทียบเท่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี เนื่องจากผลประกอบการปี 2021 คาดทรงตัว Y-Y เทียบกับกลุ่มที่คาดฟื้นตัวเฉลี่ย +16% Y-Y

อย่างไรก็ดี จุดเด่นคือผลตอบแทนปันผลอยู่ในเกณฑ์ดี คาด 6-7% ต่อปี จ่ายปีละครั้ง โดยอิงสมมติฐาน Dividend Payout 40%

ESG

Environment

- ทุกโครงการของบริษัทได้จัดให้มีระบบบำบัดน้ำเสียสำหรับบ้านแต่ละหลัง และระบบบำบัดน้ำเสียส่วนกลางเพื่อไม่ให้ส่งผลกระทบต่อแหล่งน้ำสาธารณะ
- การออกแบบระบบสาธารณูปโภคที่เหมาะสมเพื่อไม่ให้ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม โดยเฉพาะคอนโดมิเนียมขนาดใหญ่ทุกอาคารจะต้องจัดทำรายงานการวิเคราะห์ผลกระทบสิ่งแวดล้อม (EIA) และจะต้องผ่านความเห็นชอบจากสำนักงานนโยบายและแผนทรัพยากรธรรมชาติและสิ่งแวดล้อม ก่อนดำเนินการก่อสร้าง

Social

- บริษัทใช้ศักยภาพขององค์กรในด้านต่างๆ เข้าไปให้ความช่วยเหลือและพัฒนาทั้งโครงการระยะสั้นและระยะยาว โดยมุ่งเน้นให้เกิดการมีส่วนร่วมของภาคส่วนต่างๆ ทั้งพนักงาน ลูกค้า คู่ค้า พันธมิตร และชุมชน เพื่อเชื่อมโยงสังคมและชุมชนให้มีคุณภาพชีวิตและความเป็นอยู่ที่ดีขึ้นอย่างยั่งยืน ผ่านการจัดกิจกรรม อาทิ SC Run For Good Morning, กิจกรรมแข่งขันกอล์ฟการกุศล, ส่งเสริมคุณภาพชีวิตผู้พิการและผู้สูงอายุผ่านโครงการต่อบ้านเดิมฝัน, โครงการ สร้างมิตรชีวิต เพื่อแบ่งปันรอยยิ้ม และความสุขให้คนในสังคม เป็นต้น
- บริษัทมีนโยบายในการดำเนินธุรกิจโดยมุ่งเน้นให้เกิดผลกระทบในทางลบให้น้อยที่สุด หรือไม่มีเลย ต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ทั้งสังคมโลก และโลก ทั้งทางตรง และทางอ้อม และยังคงมุ่งมั่นในการสร้างคุณค่าร่วมกันด้วยความจริงใจ

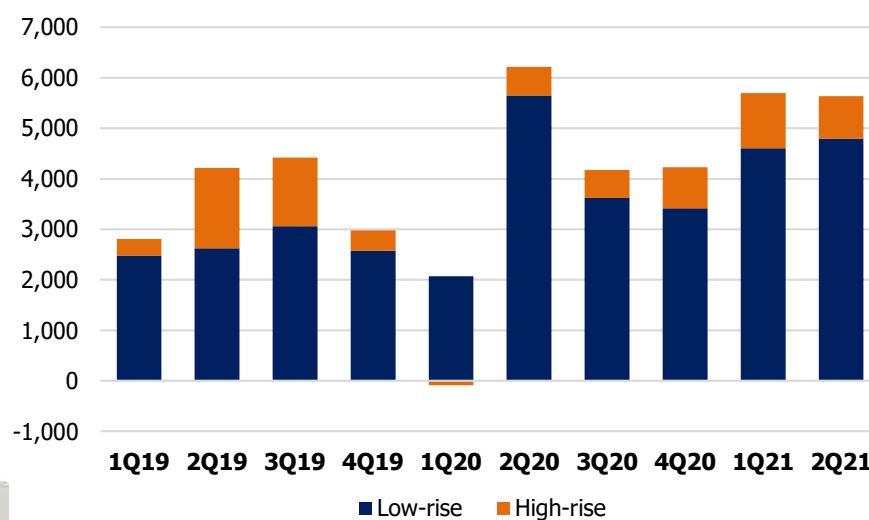
Governance

- บริษัทได้กำหนดและเผยแพร่จรรยาบรรณในการประกอบธุรกิจให้กับผู้เกี่ยวข้อง กรรมการ ผู้บริหารและพนักงานทุกคนรับทราบ เพื่อให้ยึดปฏิบัติโดยเคร่งครัด เช่น แนวปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้น ลูกค้า พนักงาน เจ้าหนี้ คู่ค้า คู่แข่งทาง การค้า ชุมชน สังคมและสิ่งแวดล้อม การไม่ละเมิดทรัพย์สินทางปัญญา การจัดอบรมแก่พนักงานด้านสิ่งแวดล้อม
- บริษัทมีนโยบายในการดำเนินธุรกิจอย่างโปร่งใส (transparency) และตรวจสอบได้ ใช้หลักจริยธรรม ต่อด้านทุจริต และคอร์รัปชันในทุกขั้นตอนของการดำเนินธุรกิจ
- บริษัทกำหนดบทบาทและหน้าที่การดำเนินการให้คณะกรรมการและฝ่ายบริหารจัดการ มีส่วนร่วมกันและแบ่งแยกกันเพื่อให้เกิดความชัดเจนในการดำเนินงาน

2Q21E Earnings Preview

(Bt mn)	2Q21E	1Q21	%Q-Q	2Q20	%Y-Y
Revenue	4,729	3,956	19.5	4,569	3.5
Costs	3,278	2,723	20.4	3,146	4.2
Gross profit	1,451	1,232	17.8	1,423	2.0
SG&A costs	780	682	14.5	771	1.2
Interest charge	30	29	2.5	40	-24.8
Norm profit	500	417	20.1	496	0.8
Net profit	500	417	20.1	456	9.7
Gross margin (%)	30.7	31.2	-0.5	31.1	-0.5
Norm earnings margin (%)	10.6	10.5	0.0	10.0	0.6
Net profit margin (%)	10.6	10.5	0.0	10.9	-0.3

Source: FSS Estimate

Figure 1: Presales


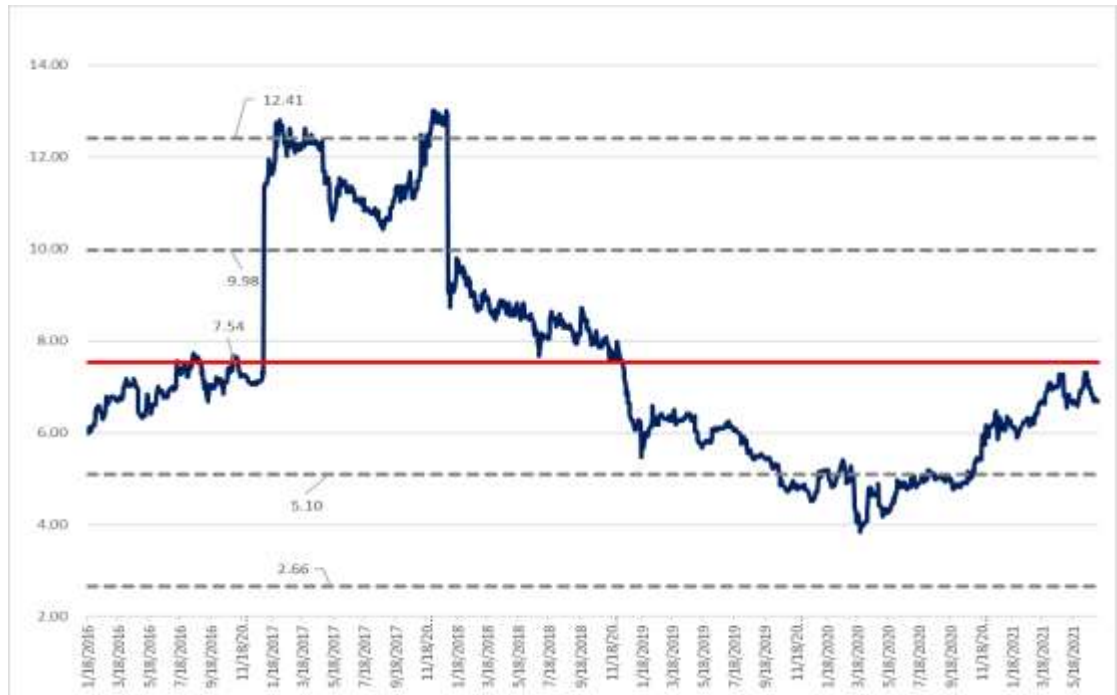
Source: Finansia Research

Figure 2: New Launches Plan in Y2021

Launch	Product	Project	Unit	Value (MB)
1Q21	Condo	SCOPE Promsri Sukhumvit 49	148	1,000
			148	1,000
2Q21	SDH	Bangkok Boulevard Signature Petchkasem - Pinklao	59	1,300
	WO	Workplace Saimai - Phaholyothin	8	60
	Condo	The Crest Park Residence Ha Yak Ladprao	420	3,400
			487	4,760
3Q21	TH	VERVE Ramintra - Wongwean	244	1,020
	SDH	VENUE IDENTITY Rama 5	66	500
	SDH	Bangkok Boulevard Donmuaeng - Chiangwattana	103	1,230
			413	2,750
4Q21	Condo	Centric Wongwean Yai	764	3,600
	SDH	VENUE IDENTITY Westgate		1,250
	SDH	Bangkok Boulevard Bangna - Srinakarin		2,000
	SDH	Bangkok Boulevard Ramintra - Wongwean		1,200
			764	8,050
Total 11 Projects in 2021			1,812	16,560

Source: SC Presentation

Figure 3: SC 5 Years P/E Band (x)



Source: Bloomberg, Finansia Research

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากสถานการณ์เศรษฐกิจโลก

เศรษฐกิจไทยภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่มีความสัมพันธ์โดยตรงต่อการเติบโตของเศรษฐกิจ เนื่องจากจะส่งผลกระทบต่อ การตัดสินใจซื้อหรือลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ของผู้บริโภค ทั้งจากในประเทศและต่างประเทศ

ความเสี่ยงจากความเข้มงวดด้านสินเชื่อของสถาบันการเงิน

มาตรการการกำกับดูแลสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย (LTV) ที่เข้มงวดมากขึ้นของ ธปท. ส่งผลให้อัตราการปฏิเสธสินเชื่อสูงขึ้น และความสามารถในการซื้อของลูกค้าลดลง กระทบโดยตรงกับผู้ประกอบการในกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

ความเสี่ยงจากการจัดหาที่ดินเพื่อพัฒนาโครงการ

การจัดหาที่มีศักยภาพเป็นปัจจัยสำคัญในการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ ขณะที่การแข่งขันในการจัดซื้อที่ดินและราคาที่ดินที่ปรับสูงขึ้นมาก ส่งผลให้ต้นทุนที่ดินเกินกว่าที่ประมาณการไว้ อาจทำให้การพัฒนาโครงการยากมากขึ้น, อัตรากำไรขั้นต้นลดลง และเพิ่มความเสี่ยงในการขาย

ความเสี่ยงจากการปรับเปลี่ยนกฎระเบียบ ข้อบังคับ หรือกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

การเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบ ข้อบังคับ หรือการออกกฎหมายใหม่จะส่งผลกระทบต่อธุรกิจอสังหาริมทรัพย์โดยตรง โดยเฉพาะ ต้นทุน และผลการดำเนินงาน อาทิ พระราชกำหนดการบริหารจัดการการทำงานของคนต่างด้าว, พระราชบัญญัติภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง

ความเสี่ยงจากการมีกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่

ณ สิ้นปี 2019 บริษัทมีกลุ่มครอบครัวชินวัตรถือหุ้นในสัดส่วน 60.39% ของจำนวนหุ้นสามัญซึ่งถือเป็นกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่สามารถควบคุมเสียงของที่ประชุมผู้ถือหุ้นได้เกือบทั้งหมด ทั้งการแต่งตั้งกรรมการ หรือการขอมติในเรื่องอื่นที่ต้องใช้คะแนนเสียงส่วนใหญ่ของที่ประชุมผู้ถือหุ้น (ยกเว้นเรื่องกฎหมายหรือข้อบังคับบริษัท) ดังนั้นผู้ถือหุ้นรายอื่นจึงไม่สามารถรวบรวมคะแนนเสียงเพื่อตรวจสอบและถ่วงดุลเรื่องที่ผู้ถือหุ้นใหญ่เสนอได้

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Revenue	15,616	17,637	18,977	18,970	20,522
Cost of sales	10,188	11,846	13,127	13,127	14,222
Gross profit	5,428	5,790	5,850	5,843	6,301
SG&A	3,106	3,218	3,314	3,354	3,499
Operating profit	2,322	2,572	2,536	2,489	2,802
Other income	31	38	65	60	40
EBIT	2,354	2,610	2,601	2,549	2,842
EBITDA	2,450	2,742	2,751	2,708	3,017
Interest charge	98	146	155	148	148
Tax on income	479	512	504	480	539
Earnings after tax	1,777	1,952	1,942	1,921	2,155
Minority Interests	-8	-10	-10	-10	42
Norm profit	1,782	1,948	1,929	1,921	2,123
Extraordinary items	-1	79	-31	0	0
Net profit	1,782	2,026	1,898	1,921	2,123

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Cash and equivalent	1,322	890	4,477	5,537	5,682
Accounts receivable	69	158	182	182	197
Inventory	32,189	33,906	30,167	30,374	31,296
Other current asset	612	1,465	509	569	616
Total current assets	34,191	36,419	35,335	36,663	37,791
Investment	6,326	6,537	6,533	7,020	7,550
PPE	1,116	1,201	1,210	1,661	1,822
Other assets	941	1,118	1,241	1,010	1,010
Total Assets	42,574	45,276	44,318	46,355	48,172
Short term loan	4,870	8,697	7,872	7,000	7,000
Account payable	2,561	1,226	519	949	1,026
Current maturities	4,539	4,257	4,450	4,145	4,145
Other current liabilities	2,627	2,622	2,526	3,509	3,797
Total current liabilities	14,598	16,802	15,366	15,603	15,968
Long term debt	10,442	9,482	8,928	9,071	9,071
Other LT liabilities	1,328	1,444	1,382	1,897	2,052
Total liabilities	26,369	27,729	25,676	26,570	27,091
Registered capital	4,379	4,379	4,380	4,380	4,381
Paid-up capital	4,180	4,180	4,180	4,180	4,180
Share Premium	319	319	319	319	319
Legal reserve	438	438	438	438	438
Retained earnings	11,255	12,603	13,707	14,860	16,133
Others	13	16	18	18	0
Minority Interest	0	-9	-19	-29	12
Shareholders' equity	16,205	17,547	18,642	19,784	21,082

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Net profit	1,775	1,937	1,919	1,911	2,164
Depreciation etc.	97	132	150	159	175
Change in working capital	-1,257	-4,062	3,683	1,892	-463
Other adjustments	0	0	0	0	0
Cash flow from operation	623	-1,982	5,762	3,971	1,835
Capital expenditures	-963	-258	-2,376	-1,098	-865
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from investing	-963	-258	-2,376	-1,098	-865
Free cash flow	-340	-2,241	3,386	2,874	969
Net borrowings	912	2,585	-1,187	-1,034	0
Equity capital raised	9	-6	-9	-10	24
Dividend paid	-502	-599	-825	-768	-849
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	419	1,979	-2,022	-1,812	-825
Net Change in cash	79	-261	1,364	1,061	144

Important Ratios

	2018	2019	2020	2021E	2022E
Growth (%)					
Revenue	25.4	12.9	7.6	0.0	8.2
EBITDA	31.1	11.9	0.3	-1.5	11.4
Net profit	41.6	13.7	-6.3	1.2	10.5
Normalized earnings	31.8	9.3	-0.9	-0.4	10.5
Profitability (%)					
Gross profit margin	34.8	32.8	30.8	30.8	30.7
EBITDA margin	15.7	15.5	14.5	14.3	14.7
EBIT margin	15.1	14.8	13.7	13.4	13.8
Normalized profit margin	11.4	11.0	10.2	10.1	10.3
Net profit margin	11.4	11.5	10.0	10.1	10.3
Normalized ROA	4.2	4.3	4.4	4.1	4.4
Normalize ROE	11.0	11.1	10.3	9.7	10.1
Normalized ROCE	6.4	6.8	6.7	6.2	6.6
Risk (x)					
D/E	1.6	1.6	1.4	1.3	1.3
Net D/E	1.5	1.5	1.1	1.1	1.0
Net debt/EBITDA	10.2	9.8	7.7	7.8	7.1
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.43	0.48	0.45	0.46	0.51
Normalized EPS	0.43	0.47	0.46	0.46	0.51
EBITDA	0.59	0.66	0.66	0.65	0.72
Book value	3.88	4.20	4.46	4.74	5.04
Dividend	0.16	0.19	0.18	0.18	0.20
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	7.2	6.3	6.7	6.7	6.0
Norm P/E	7.2	6.6	6.6	6.7	6.0
P/BV	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	12.8	12.5	10.7	10.1	9.1
Dividend yield (%)	5.2	6.2	5.9	6.0	6.6

Source: Company data, Finansia research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศ เอส 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 อาคารทีเอสไอทาวเวอร์ 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 ยูนิตเลขที่ 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 บิดดาดี 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 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, HMPPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PS, 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