

# DELTA (DELTA TB)

## SELL

## บมจ. เดลต้า อีเลคโทรนิคส์ (ประเทศไทย)

Previous	SELL
<b>2022 Target Price (Bt)</b>	<b>330</b>
Price (13/07/2021)	586
up/downside (%)	-43.7
SET Index	1,570.99
Sector	Electronic Components
Foreign limit/actual (%)	100.00/94.56
Free float (%)	22.35
Market cap (Bt m)	730,965.63
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	1,438.47
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	804.00, 286.00, 436.48
IOD 2020	5
THAI CAC	Certified

### ผลการดำเนินงานสวนทางราคาหุ้น

ระยะสั้น แม้คำสั่งซื้อยังแข็งแกร่งต่อเนื่อง แต่ถูกกดดันจากปัญหาขนส่ง, ต้นทุนวัตถุดิบปรับขึ้น และกำลังการผลิตเต็มจนใช้เกินระดับ **Equilibrium** ทำให้ยอดขายที่อ่อนลงหักล้างรายได้ที่ดี จึงคาดกำไร 2Q21 ไม่ฟื้นคืน แม้ยังมีมุมมองที่ดีขึ้นต่อแนวโน้มกำไร 2H21 เพราะเป็น **High Season** ของธุรกิจ และได้ผลบวกจากค่าเงินบาทอ่อนค่า แต่ด้วยกำไร 1H21 ที่ฟื้นช้ากว่าคาด เราจึงปรับลดกำไรปี 2021 ลง 21% เป็นโต 9.5% Y-Y (เดิมคาดโต 44% Y-Y) และยังคงคาดหวังสูงกับการฟื้นตัวในปี 2022 รวบรวม 31% Y-Y จากคาดปัญหาขนส่งและวัตถุดิบน่าจะทยอยดีขึ้น เราปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 330 บาท (อิง PE 40 เท่า) จะเห็นว่าทั้งประมาณการกำไรและ **Valuation** เราประเมินให้ค่อนข้าง **Aggressive** แต่ราคาหุ้นยังเต็มมูลค่า และที่ราคาปัจจุบันคิดเป็น **Forward PE 2021-22 ที่ 94 เท่า และ 72 เท่า ตามลำดับ และคาด Dividend Yield 2021 ต่ำเพียง 0.6%** สะท้อนถึงมูลค่าหุ้นที่แพงไปมาก คงคำแนะนำ **ขาย**

คาดกำไร 2Q21 ไม่ฟื้นคืน แม้รายได้ดี แต่ต้นทุนและค่าใช้จ่ายยังสูง

คาดกำไรสุทธิ 2Q21 อยู่ที่ 1,761 ลบ. (+0.2% Q-Q, -13% Y-Y) แม้ยังคงรายได้เติบโตได้แข็งแกร่ง +8.1% Q-Q, +42% Y-Y ตาม Demand ของโลกที่เติบโต โดยมาจากทั้งกลุ่มสินค้า Data Center และ EV Car ทั้งจากลูกค้าสหรัฐ และคำสั่งซื้อที่มาจาก Delta Taiwan แต่โดยรวมยังถูกกระทบจากปัญหา Logistic Shortage ทำให้ต้นทุนค่าขนส่งยังอยู่ในระดับสูง รวมถึงปัญหาวัตถุดิบตึงตัว นำไปสู่ต้นทุนสูงขึ้นเช่นเดียวกัน และปัจจุบันกำลังการผลิตยังถูกใช้เต็ม ทำให้ยังต้องมีค่าใช้จ่าย OT ของพนักงานกดดันเพื่อแลกกับการส่งมอบสินค้าให้ลูกค้าได้ทัน จึงคาดอัตรากำไรขั้นต้นจะทรงตัว 21.8% ใกล้เคียง 1Q21 แต่ลดลงจาก 26.9% ใน 2Q20 ในขณะที่ค่าใช้จ่ายยังปรับตัวขึ้น +7% Q-Q, +39.6% Y-Y นอกเหนือจากค่าขนส่งในส่วนของ Finish Goods แล้ว บริษัทยังเดินหน้าลงทุนในส่วนของ R&D ต่อเนื่อง จึงคาด SG&A to Sale จะยังทรงตัวอยู่ที่ 14.2% ใกล้เคียงปีก่อนและไตรมาสก่อน

**อยู่ระหว่างขยายกำลังการผลิต คาดเริ่ม Operate กลางปี 2022**

เราไม่กังวลต่อคำสั่งซื้อ เพราะแนวโน้มยังแข็งแกร่ง แต่ระยะสั้นกำลังการผลิตของบริษัทค่อนข้างตึง ทำให้ประสิทธิภาพการผลิตถดถอยลงจากการใช้กำลังการผลิตเกินระดับ **Equilibrium** ทั้งนี้บริษัทอยู่ระหว่างเตรียมซื้อที่ดินราว 19 ไร่ ใกล้โรงงานเดิมในนิคมบางปู เพื่อขยายกำลังการผลิต คาดจะก่อสร้างแล้วเสร็จและเริ่ม Operate ได้อย่างรวดเร็วในช่วงกลางปี 2022 เป็นต้นไป

**ปรับลดกำไร และปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2022**

การฟื้นตัวของอัตรากำไรดูช้ากว่าที่เคยคาดจากทั้งปัญหาขนส่ง วัตถุดิบ และกำลังการผลิตเต็ม ซึ่งหากกำไร 2Q21 เป็นไปตามคาด บริษัทจะมีกำไร 1H21 อยู่ที่ 3,517 ลบ. (+22.2% Y-Y) คิดเป็นเพียง 36% ของประมาณการกำไรไตรมาสแรกของเรา (ที่ 9,831 ลบ.) ดังนั้นเราจึงปรับลดประมาณการกำไรปี 2021-22 ลง 12%-21% เป็น 7,774 ลบ. (+9.5% Y-Y) และ 10,181 ลบ. (+31% Y-Y) ตามลำดับ จะเห็นว่า เราคาดหวังการฟื้นตัวของกำไรในปี 2022 อย่างมาก โดยยังเชื่อมั่นต่อคำสั่งซื้อที่ดี และคาดปัญหาขนส่งและวัตถุดิบจะคลี่คลายดีขึ้นเป็นลำดับ และปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 330 บาท (อิง PE 40 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ย สะท้อนการเติบโตที่ดีขึ้นในปีหน้า)

#### 2Q21E Earnings Preview

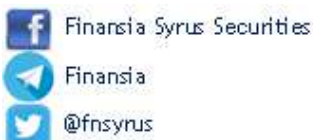
(Bt=mn)	2Q21E	1Q21	%Q-Q	2Q20	%Y-Y
Sales revenue	20,573	19,039	8.1	14,491	42.0
Cost	16,088	14,935	7.7	10,599	51.8
Gross profit	4,485	4,103	9.3	3,892	15.2
SG&A costs	2,921	2,730	7.0	2,093	39.6
Net profit	1,761	1,757	0.2	2,022	-13.0
Gross margin %	21.8	21.6	0.2	26.9	-5.1
SG&A as % of Sales	14.2	14.3	-0.1	14.4	-0.2
Net margin %	8.6	9.2	-0.6	14.0	-5.4

Source: FSS Estimates

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	63,208	77,461	88,356	92,774
Normalized profit	6,828	7,774	10,181	11,147
Net profit	7,102	7,774	10,181	11,147
EPS (Bt) - norm	5.48	6.23	8.16	8.94
EPS (Bt)- reported	5.69	6.23	8.16	8.94
% growth y-y	139.9	9.5	31.0	9.5
Dividend/share (Bt)	3.30	3.74	4.90	5.36
BV/share (Bt)	30.15	33.02	36.29	39.86
EV/EBITDA (x)	86.01	79.55	63.02	57.67
PER (x) - norm	107.0	94.0	71.8	65.6
PER (x)	102.9	94.0	71.8	65.6
PBV (x)	19.4	17.7	16.1	14.7
Dividend yield (%)	0.6	0.6	0.8	0.9
ROE (%)	18.2	18.9	22.5	22.4
YE No. of shares (million)	1,247	1,247	1,247	1,247
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

Source: Company data, FSS estimates

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



**Company Overview**

DELTA ก่อตั้งขึ้นในปี 1988 ดำเนินธุรกิจด้านการผลิตและส่งออกผลิตภัณฑ์ Power Supply และอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์อื่นๆ เช่น พัดลมอิเล็กทรอนิกส์ (DC Fan), EMI Filter และ โซลินอยด์ โดยดำเนินธุรกิจผลิตภัณฑ์ด้านการจัดการระบบกำลังไฟฟ้า (Power Management Solutions) ครอบคลุมผลิตภัณฑ์เช่น ระบบกำลังไฟ (Power Systems) ที่ใช้ในอุตสาหกรรมเทคโนโลยีสารสนเทศ ระบบโทรคมนาคม อุปกรณ์ในภาคอุตสาหกรรม อุปกรณ์สำนักงาน อุปกรณ์การแพทย์ Power Supply เพื่อการใช้งานกับ Server, Computer และระบบเครือข่าย (Networking) เครื่องปรับระดับแรงดันไฟฟ้ากระแสตรง (DC-DC Converter) และ Adapter ปัจจุบันได้ขยายไปยังธุรกิจพลังงานทดแทน ได้แก่ ระบบพลังงานแสงอาทิตย์ พลังงานลม และอุปกรณ์สำหรับยานยนต์ไฟฟ้า (EV) และยานยนต์ไฮบริด (HEV) สามารถแบ่งกลุ่มธุรกิจออกเป็น 3 กลุ่ม 1. กลุ่มผลิตภัณฑ์ Power Electronics 2. กลุ่มผลิตภัณฑ์ Automation และ 3. กลุ่มผลิตภัณฑ์โครงสร้างพื้นฐาน Infrastructure

กลุ่มผลิตภัณฑ์	2563		2562	
	รายได้	%	รายได้	%
กลุ่มเพนเวอร์อิเล็กทรอนิกส์ (Power Electronics)	45,020	71.2%	32,296	62.0%
กลุ่มผลิตภัณฑ์โครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure)	16,252	25.7%	17,463	33.6%
กลุ่มผลิตภัณฑ์อัตโนมัติ (Automation)	1,811	2.9%	2,120	4.1%
ผลิตภัณฑ์อื่นๆ	125	0.2%	168	0.3%
<b>ผลรวมรวม</b>	<b>63,208</b>	<b>100.0%</b>	<b>52,047</b>	<b>100.0%</b>

บริษัทมีโรงงานในไทย 2 แห่ง (4 โรง) ตั้งอยู่ที่นิคมอุตสาหกรรมบางปู จ.สมุทรปราการ 3 แห่ง (ประกอบด้วย โรงงาน 1 – Electric Vehicle Solutions, โรงงาน 3 – Network Solution, โรงงาน 5 – Power and systems) และอยู่ที่นิคมอุตสาหกรรมเวลโกรว์ จ.ฉะเชิงเทรา 1 แห่ง (โรงงาน 6 – Fan & Thermal Management) โดยสิ้นปี 2019 บริษัทและบริษัทย่อยมีพนักงานรวมประมาณ 15,250 คน นอกจากนี้ยังมีโรงงานในต่างประเทศ ได้แก่ อินเดีย (เมือง Rudrapur และ Krishnagiri), สโลวาเกีย (เมือง Dubnicnad Vahom และ Liptovsky Hradok) และเมียนมาร์ (เมืองย่างกุ้ง)

**Valuation Methodology**

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ DELTA โดยอิง PE 40 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยบริษัทชั้นนำอิเล็กทรอนิกส์ทั่วโลกที่เทรดเฉลี่ย 30-35 เท่า เพื่อสะท้อนแนวโน้มการเติบโตที่ดีขึ้นในปี 2022 หลังผ่านปัญหา Logistic Shortage และ Raw Material ในปีนี้

**ESG**

**Environment**

- บริษัทได้เล็งเห็นถึงความสำคัญในการจัดทำระบบการจัดการด้านสิ่งแวดล้อม เพื่อช่วยผลักดันกระบวนการทำงานของบริษัทผ่านหลักการ PDCA เพื่อจัดการด้านสิ่งแวดล้อมให้กลายมาเป็นส่วนหนึ่งของการดำเนินกิจกรรมในชีวิตประจำวันของพนักงานทุกระดับ ปัจจุบันบริษัทได้รับการรับรองมาตรฐานระบบการจัดการด้านสิ่งแวดล้อมในระดับประเทศและระดับโลก เช่น ISO14001, ISO14067, ISO14064-1, IECQ QC08000, ISO50001, OHSAS18001 บริษัทนับเป็นรายแรกในประเทศไทยที่ได้รับใบรับรองมาตรฐาน ISO14064-1 และ ISO50001 และเป็นโรงงานแห่งแรกในไทยที่ได้รับการรับรองมาตรฐานอาคารเขียว ระดับทองจากสภาอาคารเขียวสหรัฐ (USGBC)
- บริษัทมีการพัฒนา Delta Smart Manufacturing และ Automation Solutions รวมถึงพัฒนาผลิตภัณฑ์และบรรจุภัณฑ์เป็นไปตามมาตรฐานความปลอดภัยระดับสากลสอดคล้องกับกฎระเบียบด้านสิ่งแวดล้อม เช่น EU RoHS และ WEEE

**Social**

- บริษัทให้ความสำคัญและก้าวผ่านความท้าทายหลายประการสู่การสร้างนวัตกรรมที่ช่วยลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ เช่น Power Supply และ Solutions ระบบจัดการความร้อน ที่ช่วยลดการสิ้นเปลืองพลังงาน โดยบริษัทได้ดำเนินการพัฒนาผลิตภัณฑ์และ Solution ที่ตอบสนองต่อ Mega Trend ควบคู่กับมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการที่ดี ตลอดจนใส่ใจอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม และการพัฒนาชุมชนอย่างจริงจัง
- บริษัทได้รับรางวัล CSR-DIW Continuous Award ประจำปี 2019 จากกรมโรงงานอุตสาหกรรม กระทรวงอุตสาหกรรม เป็นปีที่ 8 ติดต่อกัน

**Governance**

- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการ 9 คน ประกอบด้วยกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 3 คน และกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 6 คน ซึ่งในจำนวนนี้มีกรรมการอิสระ 4 คน มากกว่า 1 ใน 3 จำนวนกรรมการทั้งหมด ทำให้เกิดการถ่วงดุลในการออกเสียงเพื่อพิจารณาเรื่องต่างๆ และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- เพื่อป้องกันการใช้อิทธิพลภายในโดยมิชอบ บริษัทมีนโยบายจำกัดการใช้อิทธิพลภายในให้อยู่ในวงเฉพาะผู้บริหารตั้งแต่ระดับกลางถึงสูง และห้ามกรรมการ ผู้บริหารซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วง 1 เดือน ก่อนประกาศผลการดำเนินงานสู่สาธารณชน
- บริษัทถูกจัดอันดับเป็นหุ้นยั่งยืนประจำปี 2019 จากตลท.เป็นที่ 5 ติดต่อกัน, ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการโดยรวมของบริษัทจดทะเบียนไทยประจำปี 2019 ในระดับ ดีเลิศ (Excellent) จาก IOD ติดต่อกันเป็นที่ 4 และได้รับการประเมินเป็นหลักทรัพย์ใน ESG100 ประจำปี 2019 โดยการจัดอันดับของสถาบันไทยพัฒนา ติดต่อกันเป็นที่ 5

**การเปลี่ยนแปลงสมมติฐานที่ใช้ในการคาดการณ์ผลการดำเนินงาน DELTA**

Assumptions	2020	2021E			2022E			2023E		
	Actual	New	Old	%change	New	Old	%Change	New	Old	%Change
Total Sales in usd	1,999	2,499	2,356	6.1	2,761	2,710	2.0	2,899	2,845	1.9
FX Rate (bt/usd)	31.62	31.0	30.5	1.6	32.0	30.5	4.9	32.0	30.5	4.9
Total Sales (bt mn)	63,208	77,461	71,871	7.8	88,356	82,651	6.9	92,774	86,784	6.9
% Y-Y Growth	21.4	22.5	13.7	8.8	14.1	15.0	-0.9	5.0	5.0	0.0
% Gross Margin	23.9	22.5	25.5	-3.0	24.0	25.8	-1.8	24.5	26.0	-1.5
SG&A (bt mn)	8,762	10,457	9,343	11.9	11,928	10,745	11.0	12,524	11,281	11.0
% SG&A to sales	13.9	13.5	13.0	0.5	13.5	13.0	0.5	13.5	13.0	0.5
Norm Profit (bt mn)	6,828	7,774	9,831	-20.9	10,181	11,545	-11.8	11,147	12,019	-7.3
% Y-Y Growth	125.3	13.9	44.0	-30.1	31.0	17.4	13.6	9.5	4.1	5.4
Net Profit (bt mn)	7,102	7,774	9,831	-20.9	10,181	11,545	-11.8	11,147	12,019	-7.3
% Y-Y Growth	139.9	9.5	38.4	-28.9	31.0	17.4	13.6	9.4	4.1	5.3

Source: Company Data, FSS Research

## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

### ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

เนื่องจากบริษัทมีรายได้ส่วนใหญ่ในรูปสกุลเงิน USD ราว 82% รองมาคือสกุลเงินอื่น 17% และสกุลบาทเพียง 1% ในขณะที่มีต้นทุนในรูปเงินตราต่างประเทศ 75% อีก 25% เป็นสกุลบาท จึงสามารถป้องกันความเสี่ยงด้วย Natural Hedge ได้ส่วนหนึ่ง แต่ยังมีบางส่วนที่อาจเผชิญความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน ในกรณีที่ค่าเงินบาทแข็งค่า อย่างไรก็ตาม บริษัทได้มีการทำ Forward Contract เพื่อป้องกันความเสี่ยงควบคู่ไปด้วย

### ความเสี่ยงจากการขาดแคลนวัตถุดิบ

บริษัทอาจประสบปัญหากรณี Suppliers ไม่สามารถจัดส่งวัตถุดิบได้อย่างต่อเนื่อง และทันเวลา รวมถึงไม่สามารถหาวัตถุดิบได้ตรงตามข้อกำหนด อีกทั้งผลกระทบจากการหยุดชะงักของ Supply Chain อาจกระทบต่อกระบวนการผลิตและผลการดำเนินงานของบริษัทได้

### ความเสี่ยงจากเศรษฐกิจโลกชะลอตัว

ทั้งราคาและปริมาณขายชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ของบริษัท อาจได้รับผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัว ที่อาจเกิดขึ้นจากปัจจัยต่างๆ เช่น สงครามการค้าระหว่างสหรัฐ และจีน, การถอนตัวออกจากสภายุโรปของอังกฤษ และโรคระบาดต่างๆ

### ความเสี่ยงจากค่าแรงขั้นต่ำปรับตัวสูงขึ้น และขาดแคลนแรงงาน

แม้บริษัทจะพยายามปรับใช้เครื่องจักรและสายการผลิตอัตโนมัติเข้ามาแทนแรงงานคน แต่ยังมีสายการผลิตบางอย่างที่ยังจำเป็นต้องใช้แรงงานในกระบวนการผลิต หรือตรวจสอบสินค้า ซึ่งต้องเป็นแรงงานที่มีทักษะ และได้รับการฝึกฝน ดังนั้นหากมีการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ อาจทำให้ต้นทุนแรงงานของบริษัทปรับตัวสูงขึ้น รวมถึงหากเผชิญปัญหาการขาดแคลนแรงงานที่มีทักษะ อาจกระทบต่อต้นทุนหรือกระบวนการผลิตของบริษัทได้

### ความเสี่ยงด้านสิทธิทางกฎหมายและทรัพย์สินทางปัญญา

เนื่องจากบริษัทถือเป็นผู้ผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ที่ค่อนข้างทางกลางน้ำถึงปลายน้ำ และมีการพัฒนาทำ R&D มาอย่างต่อเนื่อง เพื่อสร้างสรรค์สินค้าเทคโนโลยีใหม่ๆ ตอบสนองความต้องการของผู้บริโภค ซึ่งเป็นสิ่งที่บริษัทเชี่ยวชาญ และเห็นได้จากความสามารถทำกำไรในระดับที่สูง และมีอัตราการเติบโตของผลการดำเนินงานที่ดี สามารถปรับตัวให้ทันกับเทคโนโลยีที่เปลี่ยนแปลง และเติบโตไปพร้อมกับ Mega Trend ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงหากบริษัทถูกละเมิดทรัพย์สินทางปัญญา รวมถึงหากพนักงานนำความลับทางการค้าไปเผยแพร่ อาจสร้างความเสียหายกับบริษัทได้ ดังนั้นบริษัทจึงให้ความสำคัญกับการปกป้องและคุ้มครองรักษาทรัพย์สินทางปัญญาของบริษัทให้พ้นจากการละเมิดหรือถูกนำไปใช้โดยไม่ได้รับอนุญาต

**Income Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	52,047	63,208	77,461	88,356	92,774
Cost of sales	41,411	48,089	60,032	67,150	70,044
Gross profit	10,636	15,119	17,429	21,205	22,730
SG&A	8,314	8,762	10,457	11,928	12,524
Operating profit	2,322	6,356	6,972	9,277	10,205
Other income	667	619	930	1,060	1,113
EBIT	2,989	6,975	7,901	10,338	11,318
EBITDA	4,055	8,563	9,278	11,684	12,711
Interest charge	2	1	2	2	2
Tax on income	23	208	79	103	113
Earnings after tax	2,964	6,767	7,820	10,233	11,204
Minority interest	13.8	-49.8	1.2	1.4	2.0
Normalized earnings	3,030	6,828	7,774	10,181	11,147
Extraordinary items	-70	274	0	0	0
Net profit	2,960	7,102	7,774	10,181	11,147

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net profit	2,960	7,102	7,774	10,181	11,147
Deprec. & amortization	1,733	2,206	2,306	2,406	2,506
Change in working capital	611	-2,211	-4,152	-1,336	-885
Other adjustments	-32	-293	0	0	0
Cash flow from operations	5,272	6,804	5,928	11,252	12,768
Capital expenditure	-4,948	-3,523	-2,000	-2,000	-2,000
Others	-182	158	-331	-131	-53
Cash flow from investing	-5,130	-3,364	-2,331	-2,131	-2,053
Free cash flow	143	3,440	3,598	9,121	10,715
Net borrowings	251	613	320	351	-339
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	-3,033	-2,245	-4,664	-6,109	-6,688
Others	-686	-432	469	-2	2
Cash flow from financing	-3,468	-2,063	-3,875	-5,759	-7,026
Net change in cash	-3,325	1,377	-278	3,362	3,690

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	12,505	13,882	13,604	16,966	20,656
Accounts receivable	9,845	13,997	18,039	18,882	19,826
Inventory	9,004	12,655	13,980	15,638	16,312
Other current assets	1,292	1,917	1,704	1,767	1,855
Total current assets	32,646	42,452	47,328	53,253	58,649
Investments	732	284	650	650	650
Plant, property & equipment	11,408	12,724	12,418	12,012	11,506
Other assets	1,468	1,759	1,723	1,854	1,907
Total assets	46,255	57,219	62,119	67,769	72,711
Short-term loans	0	0	0	0	0
Accounts payable	10,255	16,181	17,270	18,397	19,190
Current maturities	0	73	50	30	10
Other current liabilities	698	917	852	972	1,021
Total current liabilities	10,952	17,170	18,172	19,399	20,221
Long-term debt	0	108	50	20	-10
Other non-current liab.	2,121	2,333	2,711	3,092	2,783
Total non-current liab.	2,121	2,441	2,761	3,112	2,773
Total liabilities	13,073	19,611	20,933	22,512	22,994
Registered capital	1,259	1,259	1,259	1,259	1,259
Paid up capital	1,247	1,247	1,247	1,247	1,247
Share premium	1,492	1,492	1,492	1,492	1,492
Legal reserve	126	126	126	126	126
Retained earnings	30,145	34,747	38,326	42,399	46,857
Minority Interests	172	-4	-5	-7	-5
Shareholders' equity	33,182	37,607	41,186	45,257	49,717

**Important Ratios**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Growth (%)</b>					
Revenue	-1.9	21.4	22.5	14.1	5.0
EBITDA	-33.3	111.2	8.4	25.9	8.8
Net profit	-42.4	139.9	9.5	31.0	9.5
Normalized earnings	-39.2	125.3	13.9	31.0	9.5
<b>Profitability (%)</b>					
Gross profit margin	20.4	23.9	22.5	24.0	24.5
EBITDA margin	7.8	13.5	12.0	13.2	13.7
EBIT margin	5.7	11.0	10.2	11.7	12.2
Normalized profit margin	5.8	10.8	10.0	11.5	12.0
Net profit margin	5.7	11.2	10.0	11.5	12.0
Normalized ROA	6.6	11.9	12.5	15.0	15.3
Normalized ROE	9.2	18.2	18.9	22.5	22.4
Normalized ROCE	8.5	17.4	18.0	21.4	21.6
<b>Risk (x)</b>					
D/E	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
Net D/E	0.0	0.2	0.2	0.1	0.0
Net debt/EBITDA	0.1	0.7	0.8	0.5	0.2
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	2.37	5.69	6.23	8.16	8.94
Normalized EPS	2.43	5.48	6.23	8.16	8.94
EBITDA	3.25	6.87	7.44	9.37	10.19
Book value	26.46	30.15	33.02	36.29	39.86
Dividend	1.80	3.30	3.74	4.90	5.36
Par	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	246.9	102.9	94.0	71.8	65.6
Norm P/E	241.2	107.0	94.0	71.8	65.6
P/BV	22.1	19.4	17.7	16.1	14.7
EV/EBITDA	180.3	86.0	79.6	63.0	57.7
Dividend yield (%)	0.3	0.6	0.6	0.8	0.9

Source: Company data, FSS research

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

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

**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 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, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LI, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCOS, 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 ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ 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