

UPA (UPA TB)

BUY

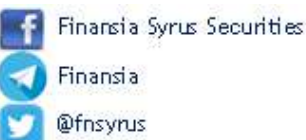
บมจ. ยูไนเต็ด เพาเวอร์ ออฟ เอเชีย

Previous	BUY
2022 Target Price (Bt)	0.60
Price (19.07.2021)	0.47
up/downside (%)	+27.7
SET Index	1,556.01
Sector	MAI/Resources
Foreign limit actual (%)	49.00/18.55
Free float (%)	63.02
Market cap (Bt m)	4,761.26
Avg daily T.O (Bt m) (2021 YTD)	69.0
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	0.48, 0.20, 0.34
IOD 2020	N/R
THAI CAC	N/A

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	49	221	968	1,038
Normalized profit	-87	16	232	258
Net profit	-85	16	232	258
EPS (Bt) - norm	-0.009	0.001	0.010	0.011
EPS (Bt) - reported	-0.008	0.001	0.010	0.011
% growth y-y	-11.9	-108.1	1,379.3	11.1
Dividend/share (Bt)	0.000	0.000	0.005	0.006
BV/share (Bt)	0.29	0.31	0.32	0.32
EV/EBITDA (x)	nm	163.3	37.0	26.1
PER (x) - norm	nm	694.6	47.0	42.3
PER (x)	nm	694.6	47.0	42.3
PBV (x)	1.61	1.50	1.48	1.45
Dividend yield (%)	0.00	0.07	1.06	1.18
Norm ROE (%)	-2.86	0.22	3.15	3.44
YE No. of shares (million)	10,130	23,225	23,225	23,225
Par (Bt)	0.50	0.50	0.50	0.50

Source: Company data, Finansia estimates

Analyst: Jitra Amornthum
Register No.: 014530
Tel.: +662 646 9966
email: jitraa@fnsyrus.com
www.fnsyrus.com



UPA-GTG รุกตลาดกัญชา-กัญชงครบวงจร

UPA ประกาศซื้อ GTG เป็น 100% รุกธุรกิจกัญชา-กัญชง กระจายและเพิ่มแหล่งที่มาของรายได้ ขยายสู่ตลาดการแพทย์และสินค้าอุปโภคบริโภค โดยไม่ใช้กระแสเงินสดหรือก่อหนี้ เพิ่มภาระดอกเบี้ย แต่เพิ่มทุน PP และปิดความเสี่ยงของผลการดำเนินงานของ GTG ที่อาจไม่เป็นไปตามคาด โดยมีการการันตีรายได้และกำไรในช่วงเวลาหนึ่งตามเงื่อนไข GTG เป็นผู้ประกอบการที่ได้มาตรฐานและครบวงจร มีสายพันธุ์กัญชงเป็นของตนเอง มีประสบการณ์ในการปลูกและสกัด Full spectrum CBD ซึ่งมีสรรพคุณทางยา เป็นผลิตภัณฑ์ที่มีมารีจิ้นสูงกว่าผลิตภัณฑ์ทั่วไป GTG ยังได้ร่วมลงทุนในธุรกิจปลายน้ำและมี GTG Café เพื่อโชว์และจำหน่ายสินค้าที่มาจากกระบวนการวิจัยและพัฒนาของบริษัท ร่วมกับมหาวิทยาลัยราชภัฏเชียงราย เราเชื่อว่า GTG จะสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับหุ้น UPA และเป็นรายแรกๆ ที่สามารถส่งมอบผลิตภัณฑ์ให้ลูกค้าได้ภายในปลายปี 2021 ประเมินราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 0.60 บาท (SOTP) แนะนำซื้อ

UPA เพิ่มทุนซื้อ GTG รุกธุรกิจกัญชา-กัญชง เพิ่มรายได้และขยายตลาด

UPA ได้เข้าซื้อบริษัท โกลเด้น ไทแอนด์เกิ้ล กรุป จำกัด (GTG) เพิ่ม 96.49% ของหุ้นชำระแล้วของ GTG รวมเป็น 100.00% คิดเป็นมูลค่า 2,788.4 ล้านบาทจากผู้ถือหุ้นเดิมของ GTG โดยการออกหุ้นเพิ่มทุน PP 8,449.7 ล้านหุ้นในราคาหุ้นละ 0.33 บาท คาดว่าการโอนกิจการทั้งหมดจะแล้วเสร็จภายในเดือน ธ.ค. 2021 และรับรู้รายได้จาก GTG ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2022 ขณะเดียวกัน UPA ได้เพิ่มทุนให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม 4,645.1 ล้านหุ้น ในอัตราส่วน 4:1 ราคาหุ้นละ 0.33 บาท (XR 14 ธ.ค. 2021 ชำระค่าหุ้น 17-21 ม.ค. 2022) และแจก UPA-W2 ให้ผู้ถือหุ้นเดิม อัตราส่วน 5 หุ้นเดิม : 1 UPA-W2 วอร์แรนท์มีอายุ 1 ปี สัดส่วนการใช้สิทธิ 1:1 ราคาใช้สิทธิ 0.60 บาทต่อหุ้น (XW 14 ธ.ค. 2021)

GTG ทำธุรกิจกัญชา-กัญชงที่ได้มาตรฐาน ครบวงจร มีสายพันธุ์เป็นของตนเอง

GTG เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์จากกัญชา-กัญชงอย่างครบวงจรตั้งแต่ต้นน้ำถึงปลายน้ำ มีการศึกษา วิจัย และพัฒนาสายพันธุ์ต่างๆ ร่วมกับมหาวิทยาลัยราชภัฏเชียงราย จนได้สายพันธุ์เป็นของตนเองชื่อ "RAKSA" ที่มี CBD สูงถึง 15.8% ถือเป็นแม่พันธุ์กัญชงที่ให้อัตราสาร CBD สูงเป็นอันดับต้นๆ ของโลก และให้สาร THC ต่ำกว่า 1% มีความสามารถในการสกัดสาร Full spectrum CBD ซึ่งมีสรรพคุณทางยารักษาโรค และ GTG ยังร่วมลงทุนในธุรกิจที่ทำผลิตภัณฑ์ปลายน้ำเช่น ผลิตภัณฑ์สำหรับสัตว์เลี้ยง เครื่องสำอาง อาหารและเครื่องดื่ม ล่าสุดได้เปิด GTG Café เพื่อแสดงสินค้าและจำหน่ายขนมและเครื่องดื่มที่มาจากส่วนผสมของกัญชา-กัญชง

GTG สร้างมูลค่าเพิ่มให้หุ้น UPA

การซื้อ GTG ช่วยให้ UPA กระจายแหล่งที่มาของรายได้จากปัจจุบันที่มีรายได้หลักจากโรงไฟฟ้าโซลาร์สโตร์กในไทย 7.95 MW และ Song Luy เวียดนาม 46.7 MW โครงการผลิตน้ำประปาในสปป.ลาว รวมถึงธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ และเป็นการขยายฐานธุรกิจไปสู่ธุรกิจกัญชา-กัญชงซึ่งเป็นพืชเศรษฐกิจใหม่และต่อยอดเป็นสินค้าที่มีมูลค่าเพิ่มสูง นำไปใช้ประโยชน์ได้ในหลากหลายอุตสาหกรรม ทั้งด้านการแพทย์และการดูแลสุขภาพที่มีมารีจิ้นสูงกว่าผลิตภัณฑ์ทั่วไปและเป็นหนึ่งใน Mega Trend ในระยะยาว อุตสาหกรรมเครื่องสำอางค์และเวชสำอาง อาหารและเครื่องดื่ม เป็นต้น การลงทุนครั้งนี้ไม่ต้องใช้กระแสเงินสดหรือก่อหนี้เพิ่มเติม ไม่สร้างภาระการจ่ายดอกเบี้ย และจำกัดความเสี่ยงโดยมีการการันตีรายได้และกำไรสุทธิตามเงื่อนไข รวมถึงผู้ถือหุ้นของ GTG มี Silent period (ห้ามขายหุ้น UPA ตามเงื่อนไขที่กำหนด) ปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 0.60 บาท คงคำแนะนำซื้อ

เราปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่รวมผลประกอบการเต็มปีของ GTG ได้เท่ากับ 0.60 บาท มาจากธุรกิจปัจจุบันของ UPA 0.29 บาท (DCF) และธุรกิจของ GTG 0.31 บาท (2022PE 35x) ราคาเป้าหมายดังกล่าวคิดเป็น 2022 Implied PBV 1.9 เท่า ต่ำกว่ากลุ่มโรงไฟฟ้าในประเทศที่มี PBV เฉลี่ย 2.3 เท่า แนะนำซื้อ

Company Overview

UPA มีบริษัทย่อยทั้งสิ้น 8 บริษัทและมีการลงทุนใน 3 ธุรกิจหลัก ได้แก่

- 1) ธุรกิจพลังงาน มีการลงทุนในโรงไฟฟ้าสหกรณ์ไทยรวม 7.95 MW และลงทุนสัดส่วน 80% ในโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในเวียดนาม รวมถึงอยู่ระหว่างลงทุนโรงไฟฟ้าพลังงานก๊าซธรรมชาติ ขนาด 200 MW ในเมียนมาร์
- 2) ธุรกิจสาธารณูปโภค โดยการลงทุนในสัดส่วน 18% ในโครงการน้ำประปาแสนดินใน สปป.ลาว กำลังการผลิตรวมสูงสุด 48,000 ลบ.ม./วัน
- 3) ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ มีโครงการเดอะ ฟิโน เขาใหญ่ และมีที่ดินเปล่าในอำเภอตะกั่วทุ่ง จังหวัดพังงา

เมื่อวันที่ 19 ก.ค. 2021 UPA จัดตลาดหลักทรัพย์ฯ ลงทุนในบริษัท โกลเด้น ไทเอร์แก๊ส กรุ๊ป จำกัด (GTG) ซึ่งเป็นผู้ผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์จากก๊าซ-ก๊าซอย่างครบวงจรตั้งแต่ต้นน้ำถึงปลายน้ำ นำสายพันธุ์ต่างๆ มาศึกษา วิจัย และพัฒนา ร่วมกับมหาวิทยาลัยราชภัฏ เชียงราย จนได้สายพันธุ์เป็นของตนเองชื่อ “RAKSA” ที่มี CBD สูงถึง 15.8% ถือเป็นแม่พันธุ์กัญชงที่ให้ปริมาณสาร CBD สูงเป็นอันดับต้นๆ ของโลก และให้สาร THC ต่ำกว่า 1%

Valuation Methodology

จากประมาณการมูลค่าของธุรกิจเดิมของ UPA ได้เท่ากับ 0.29 บาทต่อหุ้น อิง DCF ซึ่งเราได้ปรับ WACC ลงจากเดิม 9.4% เป็น 7.2% จากต้นทุนทางการเงินที่ลดลง ทั้งนี้ ยังไม่รวม Hidden asset ได้แก่ ที่ดินที่บริษัทลงทุนในกัมพูชา และที่ดินที่โครงการพังงา

เราประเมินมูลค่าของ GTG ได้เท่ากับ 0.31 บาทต่อหุ้น โดยใช้ PE Multiple 35 เท่าเท่ากับ PE ปัจจุบันของ RBF ซึ่งมีความใกล้เคียงกันมากกว่าบริษัทอื่นในตลาดฯ ในส่วนของธุรกิจกัญชา-กัญชง เนื่องจาก RBF มีความคืบหน้าในการดำเนินการมากที่สุด มี License ในการปลูกและสกัดเป็นน้ำมันและ CBD ทั้งที่เรามองว่า GTG ควรซื้อขายที่ Premium เนื่องจาก GTG มีประสบการณ์ในการปลูกมาแล้ว มีสายพันธุ์เป็นของตัวเอง CBD ที่สกัดได้เป็นประเภท Full spectrum เหมาะสำหรับใช้ในทางการแพทย์ซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์ที่มีมาร์จิ้นสูง การประเมินมูลค่าของเราจึงเป็นไปอย่างระมัดระวัง

มูลค่าที่เหมาะสมของ UPA ในปี 2022 จากวิธี Sum of the parts จึงเท่ากับ 0.60 บาทต่อหุ้น

ESG

Environment

- UPA ให้ความสำคัญกับการลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมตามมาตรฐานสากลก่อนการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ และปลูกฝังจริยธรรมแก่บุคลากรของบริษัทฯ ให้ตระหนักถึงสิ่งแวดล้อม ยึดหลักการตามระเบียบ กฎหมาย และมาตรการลดผลกระทบที่กำหนดในรายงาน EIA รวมถึงเข้าพบปะชุมชนเพื่อสอบถามความคิดเห็น

Social

- UPA มีนโยบายรับผิดชอบต่อสังคมตั้งแต่ก่อนพัฒนาโครงการ โดยเข้าพูดคุยสอบถามความคิดเห็นต่างๆ รวมถึงจัดกิจกรรมดำเนินงานด้าน CSR เพื่อลดปัญหาการต่อต้านจากชุมชน
- มีการจัดการชุมชนในโรงไฟฟ้าเพื่อให้ความรู้แก่บุคลากรทั้งภาครัฐและเอกชน รวมถึงตัวแทนมหาวิทยาลัย
- มีการสนับสนุนงานแข่งขันเทนนิส GAC Group 2014 ITTF World Tour Grand Finals ซึ่งช่วยสนับสนุนภาพลักษณ์และวัฒนธรรมไทยสู่สายตาโลก

Governance

- UPA ปฏิบัติตามหลักการกำกับกิจการที่ดีของบริษัทย่อยตามแนวทางที่ SET กำหนด 5 หมวด ดังนี้
 - 1) สิทธิของผู้ถือหุ้น โดยให้ความสำคัญในสิทธิขั้นพื้นฐานต่างๆ เช่น จัดส่งหนังสือเชิญประชุมพร้อมข้อมูล เปิดโอกาสให้มอบฉันทะเข้าประชุมแทน เปิดโอกาสในสงเคราะห์ ข้อเสนอแนะอย่างเท่าเทียม จัดทำรายงานการประชุม เป็นต้น
 - 2) ปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียม ไม่ว่าจะเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือรายย่อย ทั้งการแจ้งกำหนดการประชุม เผยแพร่เอกสารทั้งภาษาไทยและอังกฤษ สนับสนุนให้มีการเลือกตั้งกรรมการเป็นรายคน เป็นต้น
 - 3) บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย โดยให้ความสำคัญกับทุกกลุ่ม ได้แก่ ผู้ถือหุ้น พนักงาน คู่ค้า ลูกค้า เจ้าหนี้ สังคมและส่วนรวม เป็นต้น เปิดให้จ้างชั่วคราวเรียนหากมีความไม่ถูกต้อง โดยกรรมการอิสระและตรวจสอบจะดำเนินการตรวจสอบและแก้ไข
 - 4) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส โดยให้ความสำคัญกับความถูกต้อง ครบถ้วน เพียงพอ โปร่งใสและทันเวลาทั้งข้อมูลทางการเงินและข้อมูลทั่วไป มีผ่านนักลงทุนสัมพันธ์ติดต่อสื่อสารกับนักลงทุน
 - 5) ความรับผิดชอบต่อกรรมการ โดยปัจจุบันมีคณะกรรมการบริษัท 5 ท่าน เป็นผู้บริหารด้วย 2 ท่าน ไม่เป็นผู้บริหาร 3 ท่าน และมีความเป็นอิสระ 3 ท่านซึ่งเกินกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนคณะกรรมการทั้งคณะซึ่งเกิดการถ่วงดุลในการพิจารณาออกเสียง และเป็นไปตามข้อกำหนดของ SEC และ SET โดยมีเจตนากรณีในการดำเนินธุรกิจอย่างโปร่งใส ขจัดความขัดแย้งทางผลประโยชน์

UPA เพิ่มทุนแลกหุ้น GTG รุกธุรกิจกัญชา-กัญชงครบวงจร

เมื่อวันที่ 19 ก.ค. 2021 UPA แจ้งตลาดหลักทรัพย์ฯ เพิ่มทุนจดทะเบียน 8,405.4 ล้านบาท (16,810.8 ล้านหุ้น พาร์ 0.50 บาท) จากปัจจุบัน 5,065.2 ล้านบาท (10,130.3 ล้านหุ้น พาร์ 0.50 บาท) เป็น 13,470.5 ล้านบาท (26,941.1 ล้านหุ้น พาร์ 0.50 บาท) จัดสรรดังนี้

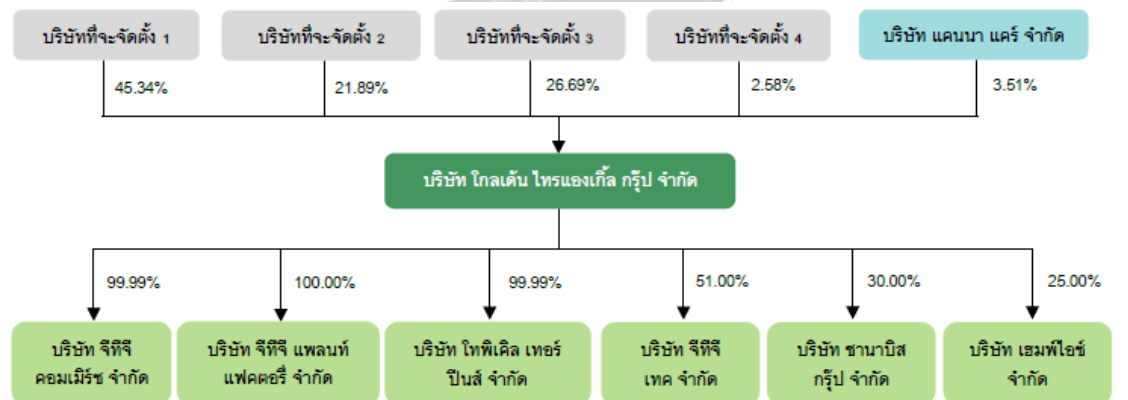
- 1) เพิ่มทุนให้แก่บุคคลในวงจำกัด (PP) 8,449.7 ล้านหุ้น
- 2) เพิ่มทุนให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม (RO) 4,645.1 ล้านหุ้น ในอัตราส่วน 4:1 ราคาหุ้นละ 0.33 บาท (XR 14 ธ.ค. 2021 ชำระค่าหุ้น 17-21 ม.ค. 2022)
- 3) เพิ่มทุน 3,716.0 ล้านหุ้นเพื่อรองรับการใช้สิทธิของ UPA-W2 ที่แจกให้ผู้ถือหุ้นเดิม ในอัตราส่วน 5 หุ้นเดิม : 1 UPA-W2 โดยวอร์เรนที่มีอายุ 1 ปี สัดส่วนการใช้สิทธิ 1:1 ราคาใช้สิทธิ 0.60 บาทต่อหุ้น (XW 14 ธ.ค. 2021)

การเพิ่มทุน PP 8,449.7 ล้านหุ้นนั้น เพื่อนำไปชำระค่าหุ้นของบริษัท โกลเด้น ไทเอนจี้ กรุ๊ป จำกัด (GTG) ที่ UPA ตัดสินใจซื้อเพิ่มอีก 96.49% ของหุ้นชำระแล้วของ GTG รวมเป็น 100.00% ราคาเสนอขายเท่ากับ 0.33 บาทต่อหุ้น รวมเป็นมูลค่า 2,788.4 ล้านบาท โดยเป็นการซื้อจากผู้ถือหุ้นเดิมของ GTG จำนวน 42 รายซึ่งจะได้จัดตั้งเป็น 4 บริษัท และภายหลังจากที่ 4 บริษัทนี้ได้โอนหุ้น GTG ให้ UPA แล้ว บริษัททั้ง 4 แห่งดังกล่าวจะดำเนินการจดทะเบียนยกเลิกบริษัทและแบ่งคืนทรัพย์สินให้ผู้ถือหุ้น (ซึ่งก็คือหุ้น UPA)

คาดว่าภารกิจทั้งหมดจะแล้วเสร็จภายในเดือน ธ.ค. 2021 และรับรู้รายได้จาก GTG ตั้งแต่นั้นปี 2022 ภายหลังการโอนหุ้นแล้วเสร็จ UPA จะถือหุ้น GTG 100.0% และทำให้บริษัทย่อยและบริษัทของ GTG กลายเป็นบริษัทย่อยและบริษัทร่วมของ UPA ด้วย

โครงสร้างการถือหุ้นของ GTG ก่อนและหลัง UPA เข้าลงทุนใน GTG

ก่อนการลงทุนใน GTG เสร็จสมบูรณ์



หลังการลงทุนใน GTG เสร็จสมบูรณ์



Source: UPA

โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ UPA 10 อันดับแรกก่อนและหลังการจัดสรรหุ้นเพิ่มทุน PP

รายชื่อผู้ถือหุ้น	ก่อนการจัดสรรหุ้น (ณ วันที่ 8 ก.ค. 2021)		หลังการจัดสรรหุ้น	
	จำนวนหุ้น (ล้านหุ้น)	%	จำนวนหุ้น (ล้านหุ้น)	%
UOB Kay Hian Private Ltd.	1,388.48	13.71	1,388.48	7.47
บจ. ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) เพื่อผู้ฝาก	1,220.02	12.04	1,220.02	6.57
นาย วริศ ยงสกุล	354.26	3.50	354.26	1.91
นาย อภิชัย กิตติวรวิทย์กุล	350.00	3.45	350.00	1.88
DBS Bank Ltd.	260.00	2.57	260.00	1.40
Credit Suisse AG, Singapore Branch	232.60	2.30	232.60	1.25
นาย ชวิน ตั้งคารวคุณ	230.03	2.27	230.03	1.24
นาย วิชัย อมรรักษ์	200.00	1.97	200.00	1.08
บจ. ไทยเอ็นวีดีอาร์	165.73	1.64	165.73	0.89
นาย ชำรง เอี่ยมผ่องใส	120.00	1.18	120.00	0.65

หมายเหตุ: เป็นข้อมูลประมาณการภายหลังการเลิกบริษัทและชำระบัญชีของบริษัทที่จะจัดตั้งจำนวน 4 บริษัท

Source: UPA, SET

GTG คือใคร ทำไมต้อง GTG

บริษัท โกลเด้น ไทแองเกิ้ล กรุ๊ป จำกัด (GTG) ก่อตั้งในปี 2019 โดยคุณกฤษณ์ ธีรเกาศัลย์ ซึ่งได้ศึกษาธุรกิจกัญชา-กัญชง (Cannabis) ในประเทศต่างๆ ร่วมกับคุณนิสิต สิทธิอาษา และคุณ Robert Stone โดยมีเป้าหมายในการเป็นผู้นำในธุรกิจ Cannabis ทางด้าน Genetic และ Cultivation ในเอเชีย และเป็นผู้ผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์จากกัญชา-กัญชงอย่างครบวงจรตั้งแต่ต้นน้ำถึงปลายน้ำ ในช่วงปี 2018 GTG ได้ซื้อสายพันธุ์ที่มี CBD สูงที่สุดในยุโรปจากคุณ Jaime Carrion Garcia ผู้เชี่ยวชาญระดับโลกด้านการพัฒนาสายพันธุ์และการเพาะปลูก มีประสบการณ์กว่า 30 ปี และเป็นผู้ก่อตั้งธนาคารเมล็ดพันธุ์ Resin Seed รวมถึงเป็นคนแรกๆ ที่เริ่มใช้ CBD ในทางการแพทย์ในยุโรป ในปี 2019 GTG ได้นำสายพันธุ์ต่างๆ มาศึกษา วิจัย และพัฒนา ร่วมกับมหาวิทยาลัยราชภัฏเชียงราย จนได้สายพันธุ์เป็นของตนเองชื่อ “RAKSA” ที่มี CBD สูงถึง 15.8% ถือเป็นแม่พันธุ์กัญชงที่ให้ปริมาณสาร CBD สูงเป็นอันดับต้นๆ ของโลก และให้สาร THC ต่ำกว่า 1%

ฟาร์มของ GTG


Source: Golden Triangle Group Facebook

ในส่วนของกลางน้ำนั้น GTG มีโรงปลูกสายพันธุ์กัญชาแบบ Indoor ตามมาตรฐาน GMP เพื่อวิจัยสายพันธุ์กัญชา และเตรียมขอใบอนุญาตต่าง ๆ ในลำดับต่อไป บริษัทสามารถสกัดสาร CBD ประเภท Full spectrum โดยใช้วิธีสกัดด้วยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ (CO2 extraction) ซึ่งเป็นวิธีที่ได้รับความนิยมในแง่ของประสิทธิภาพและความปลอดภัย สามารถดึงสาร CBD ออกจากดอก ใบ และลำต้นได้ในปริมาณสูงที่สุดโดยไม่ใช้สารทำลายที่รุนแรง จึงไม่มีสารตกค้าง

Cannabinoid Compound

เทอร์ปีน



Source: GTG Website

ในส่วนของปลายน้ำ GTG มีการร่วมลงทุนในธุรกิจที่ทำผลิตภัณฑ์สัตว์เลี้ยง เครื่องสำอาง อาหารและเครื่องดื่ม ล่าสุดได้เปิด GTG Café เพื่อแสดงสินค้าและจำหน่ายขนมและเครื่องดื่มที่มาจากส่วนประกอบของกัญชา-กัญชงที่ได้จากการวิจัยและพัฒนาของบริษัทและมหาวิทยาลัยราชภัฏเชียงราย

GTG Café



Source: GTG

Full spectrum CBD คืออะไร

สาร CBD ประเภท Full spectrum คือการสกัด CBD โดยคงสารที่มีในพืชกัญชง-กัญชาตามธรรมชาติไว้ทั้งหมด สารต่างๆ ล้วนแต่เป็นสารที่มีประโยชน์ต่อร่างกาย เช่น CBD, CBDa, CBG, CBGa, CBN, CBV, เทอร์ปีน ฟลาโวนอยด์ ฟีนอล น้ำมันหอมระเหย กรดไขมันไม่อิ่มตัว วิตามิน A C E และ B รวมถึงมีกรดอะมิโนกว่า 20 ชนิด โอเมก้า 3 และโอเมก้า 6 สารเหล่านี้มีสรรพคุณทางยาบำบัดรักษาโรค

Broad spectrum CBD คือ CBD ที่ผ่านกระบวนการแยกสาร THC ซึ่งมีผลกระทบต่อจิตประสาท ออก แต่ยังคงสารตามธรรมชาติอื่นๆ ของกัญชง-กัญชาไว้ทั้งหมด ดังนั้น Broad spectrum CBD จึงมีสรรพคุณทางยาดคล้ายกับ Full spectrum CBD เหมาะกับผู้บริโภคที่ไม่ควรได้รับสาร THC

ทั้ง Full spectrum CBD และ Broad spectrum CBD ให้สรรพคุณทางยาดีกว่า CBD isolate ซึ่งเป็นการสกัดสาร Cannabinoids อื่นๆ ออกทั้งหมด จนเหลือเพียง CBD เท่านั้น (CBD บริสุทธิ์) เหมาะกับผู้ที่มีความไวต่อ THC และ Cannabinoids อื่นๆ CBD isolate มีลักษณะเป็นเกล็ดสีเหลืองอ่อนๆ ไม่มีกลิ่น รสจืด เหมาะในการนำไปผสมในผลิตภัณฑ์ครีมบำรุงผิว ผู้ที่ต้องการปรุงอาหารโดยไม่ทำให้รสชาติเปลี่ยน

CBD isolate



Source: Cannhealth, Hemp.com, Medibis, Healthserv, Healthline

สรรพคุณของน้ำมัน Full spectrum CBD

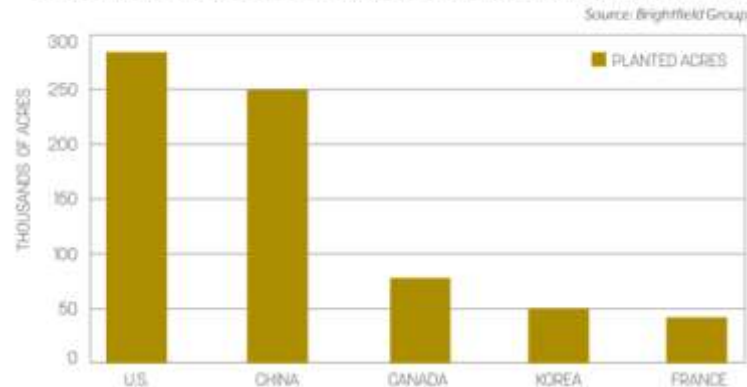


Source: Attawut Thai Traditional Medicine Center

ความต้องการสินค้ากัญชา-กัญชงในตลาดโลกมีสูงและโตต่อเนื่อง

ปัจจุบันสหรัฐ จีน ออสเตรเลีย เนเธอร์แลนด์ แคนาดา และอีกหลายประเทศกว่า 60 ประเทศทั่วโลก อนุญาตให้ปลูกกัญชงในเชิงพืชเศรษฐกิจ ข้อมูลจากองค์กรอาหารและเกษตรของสหประชาชาติระบุว่าปัจจุบันเป็นการปลูกเพื่อใช้เส้นใย 66.7% และอีก 33.3% เป็นการปลูกเพื่อใช้ประโยชน์จากเมล็ด ประเทศที่มีการเพาะปลูกเพื่อใช้เป็นเส้นใยได้แก่ จีน เกาหลีเหนือ และชิลี เป็นต้น ส่วนประเทศที่นิยมปลูกเพื่อใช้เมล็ดได้แก่ จีน ฝรั่งเศส ปัจจุบัน 5 ประเทศที่มีพื้นที่ปลูกกัญชงมากที่สุดในโลกได้แก่ สหรัฐ รองมาคือ จีน แคนาดา เกาหลี และฝรั่งเศส

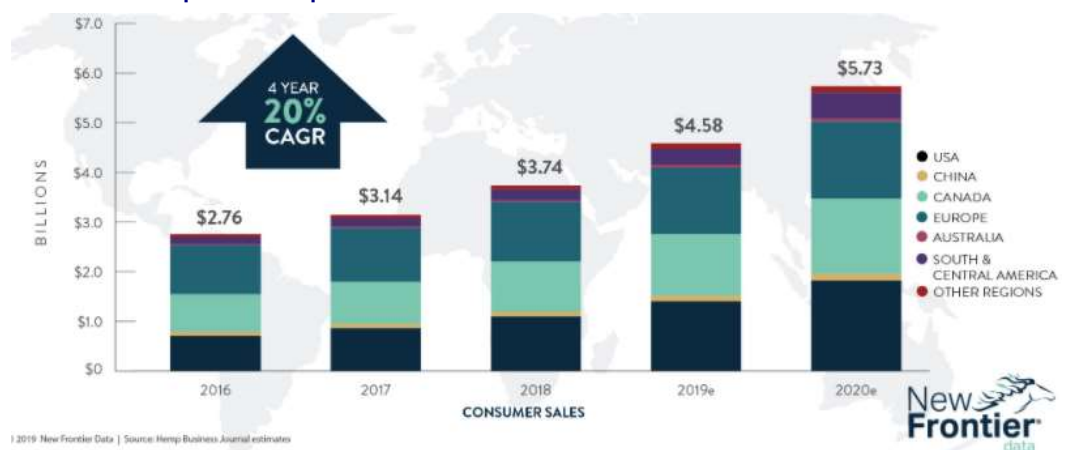
TOP 5 COUNTRIES FOR HEMP ACREAGE (2019)



Source: Cannabis Business Times's website

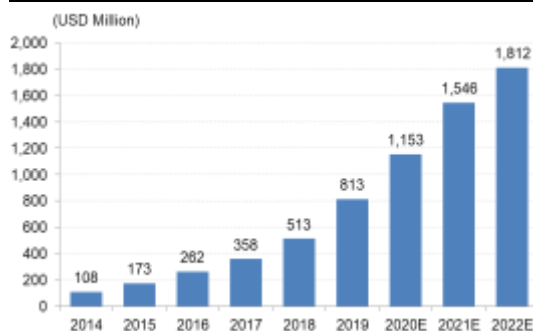
มูลค่าตลาดกัญชงทั่วโลกปี 2020 คาดการณ์ว่ามีมูลค่าสูงราว US\$5.73 พันล้าน (+25.1% Y-Y) โดยมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 4 ปีที่ผ่านมา สูงราว 20% CAGR จากปี 2016 ที่มีมูลค่าตลาดอยู่ที่ US\$2.76 พันล้าน โดยประเทศที่มีมูลค่าตลาดมากที่สุดคือสหรัฐ ส่วนตลาดที่เติบโตเร็วคือ ยุโรป และแคนาดา ในขณะที่จีนตลาดจีนยังเล็กกว่ามาก และกำลังเข้าสู่ธุรกิจอาหารเสริมที่มีกัญชงเป็นส่วนประกอบ

The Global Hemp Market Expansion

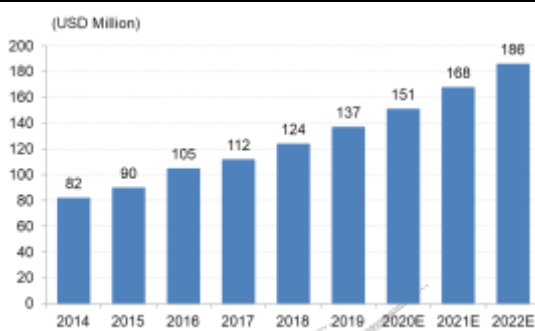


Source: New Frontier Data's website

ในปี 2019 สหรัฐมีมูลค่าตลาดของ CBD จากกัญชงอยู่ที่ US\$813 ล้าน (+58.5% Y-Y) และมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังสูงราว 50% ต่อปี และมีการคาดการณ์มูลค่าตลาด CBD ในปี 2020 จะโตต่อเนื่องราว 42% มาอยู่ที่ US\$1,153 ล้าน และคาดว่าจะโตต่อเนื่องไปในปี 2022 ปีละ 25.4% CAGR เป็น US\$1,812 ล้าน ซึ่งเป็นตลาดที่มีมูลค่าสูงกว่าการนำกัญชงมาทำอาหาร โดยปี 2019 มีมูลค่าอยู่ที่ราว US\$137 ล้าน โดยคิดเป็นอัตราการเติบโตในอดีตช่วงปี 2014 – 2019 โตเฉลี่ย 10.8% CAGR (ต่ำกว่า CBD) และคาดการณ์การเติบโตในอนาคตถึงปี 2022 จะเติบโตในอัตราใกล้เคียงอดีตที่ราว 11% CAGR

Total U.S. CBD Consumer Sales


Source: Hemp Business Journal

U.S. Hemp Food Sales


Source: Hemp Business Journal

สำหรับตลาดกัญชาโลก รายงานของ The Global Cannabis Report โดย Prohibition Partners คาดการณ์มูลค่าตลาดกัญชาทั่วโลกจะเติบโตเป็นกว่า US\$1.03 แสนล้านภายในปี 2024 แบ่งเป็นตลาดกัญชาเพื่อการแพทย์ 60% และตลาดเพื่อการสันทนาการ 40% สำหรับประเทศไทย รัฐบาลได้มีนโยบายส่งเสริมและผลักดันให้กัญชาและกัญชงเป็นพืชที่สร้างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจได้ทั้งที่เป็นยาแผนไทยเพื่อสุขภาพและการท่องเที่ยวเชิงสุขภาพ

GTG เพิ่มมูลค่าให้หุ้น UPA

การซื้อ GTG ช่วยให้ UPA กระจ่ายแหล่งที่มาของรายได้จากปัจจุบันที่มีรายได้หลักจากโรงไฟฟ้าโซลาร์สหกรณ์ในไทย 7.95 MW และ Song Luy เวียดนาม 46.7 MW โครงการผลิตน้ำประปาในสปป.ลาว รวมถึงธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ และเป็นการขยายฐานธุรกิจไปสู่ธุรกิจกัญชา-กัญชงซึ่งเป็นพืชเศรษฐกิจใหม่และต่อยอดเป็นสินค้าที่มีมูลค่าเพิ่มสูง สามารถนำไปใช้ประโยชน์ได้ในหลากหลายอุตสาหกรรม ทั้งในด้านการแพทย์และการดูแลสุขภาพที่มีมาร์จิ้นสูงกว่าผลิตภัณฑ์ทั่วไปและเป็นหนึ่งใน Mega Trend ในระยะยาว อุตสาหกรรมเครื่องสำอางค์และเวชสำอาง อุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม วัสดุก่อสร้าง เครื่องนุ่งห่ม เป็นต้น โดยเฉพาะอย่างยิ่ง GTG เป็นผู้ประกอบธุรกิจในธุรกิจที่ครบวงจรและได้มาตรฐาน มีการทำ MOU กำหนดระยะเวลา 20 ปีกับมหาวิทยาลัยราชภัฏเชียงรายเพื่อผลิตเมล็ดกัญชา พืชกัญชา การสกัดสาร วิจัยและพัฒนาสายพันธุ์ และแปรรูป ปัจจุบัน GTG มีสายพันธุ์กัญชงเป็นของตนเอง แปรพันธุ์ RAKSA และยังได้วิจัยแม่พันธุ์อื่นๆ ที่ให้สาร CBD และ THC ตามที่กฎหมายกำหนดเพื่อรองรับการใช้ประโยชน์ด้านอื่นจากพืชกัญชา-กัญชงในอนาคต

กัญชงใช้ในอุตสาหกรรมที่หลากหลาย



Source: Ministry of public Health's website

การลงทุนใน GTG ไม่รบกวนกระแสเงินสดของ UPA และความเสี่ยงได้ถูกจำกัดไว้

การลงทุนใน GTG มูลค่า 2.8 พันล้านบาทนั้น UPA ไม่ต้องใช้กระแสเงินสดหรือก่อหนี้เพิ่มเติม ไม่สร้างภาระการจ่ายดอกเบี้ย เพราะเป็นการเพิ่มทุนให้กับผู้ถือหุ้นของ GTG ซึ่งจะเข้ามาเป็นกรรมการของ UPA จำนวน 3 ท่าน (ไม่ได้เป็นผู้บริหารหรือมีอำนาจควบคุม UPA) แสดงถึงความตั้งใจในการเป็นพันธมิตรในระยะยาวกับ UPA และ GTG เองก็มีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเพียงพอเมื่อผลิตภัณฑ์ออกจำหน่าย โดยไม่ต้องพึ่งพาเงินลงทุนเพิ่มเติมจาก UPA

นอกจากนี้ UPA ยังได้จำกัดความเสี่ยงหากผลการดำเนินงานของ GTG ไม่เป็นไปตามคาดการณ์โดยขอให้ GTG การันตียอดขายและกำไรสุทธิ โดยกำหนดเงื่อนไขข้อใดข้อหนึ่งดังนี้

- 1) GTG ต้องมีกำไรสุทธิไม่ต่ำกว่า 50 ล้านบาทต่อไตรมาสใน 1Q22 และ 2Q22 หรือ
- 2) GTG ต้องมีกำไรสุทธิไม่ต่ำกว่า 70 ล้านบาทใน 1Q22 หรือมีกำไรสุทธิไม่ต่ำกว่า 70 ล้านบาทใน 1H22 หรือ
- 3) GTG ต้องมียอดขายไม่ต่ำกว่า 600 ล้านบาทใน 1H22

หากไม่เป็นไปตามเงื่อนไขข้อใดข้อหนึ่ง ผู้ถือหุ้นของ GTG จะต้องซื้อหุ้น GTG คืนและดำเนินการเพื่อให้คู่สัญญาทุกฝ่ายกลับสู่สถานะเดิมเท่าที่จะทำได้ตามขั้นตอนของกฎหมาย และในระหว่างการการันตีผลประกอบการ ผู้ถือหุ้นของ GTG จะไม่ขายหุ้น UPA ก่อนวันที่เงื่อนไขข้อใดข้อหนึ่งบรรลุผล หากเงื่อนไขข้อใดข้อหนึ่งบรรลุผลแล้ว ผู้ถือหุ้น GTG ยังมี Silent period 1 ปีตามหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ (ห้ามขายหุ้นเพิ่มทุนทั้งหมดภายใน 1 ปี นับตั้งแต่หุ้นเพิ่มทุนเข้าทำการซื้อขายในตลาดฯ เมื่อครบกำหนด 6 เดือนจึงจะสามารถทยอยขายได้ 25% ของหุ้นที่ติด Silent period)

ปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 0.60 บาท แนะนำซื้อ

จากประมาณการมูลค่าของธุรกิจเดิมของ UPA ได้เท่ากับ 0.29 บาทต่อหุ้น อิง DCF ซึ่งเราได้ปรับ WACC ลงจากเดิม 9.4% เป็น 7.2% จากต้นทุนทางการเงินที่ลดลง ทั้งนี้ ยังไม่รวม Hidden asset ได้แก่ ที่ดินที่บริษัทลงทุนในกัมพูชา และที่ดินที่โครงการพังกา

เราคาดการณ์รายได้ของ GTG ในปีแรก (ปี 2022) ประมาณ 600-700 ล้านบาท บนสมมติฐาน 1 ไร่ให้ผลผลิต 3.5 หมื่นตันต่อปี ได้ดอกแห้ง 5 พันกิโลกรัม อิง 50% Yield สกัดเป็น CBD บนอัตรากำไรสุทธิ 27-30% ไกล่เคียงค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม เป็นกำไรสุทธิราว 180-200 ล้านบาท เราประเมินมูลค่าของ GTG ได้เท่ากับ 0.31 บาทต่อหุ้น โดยใช้ PE Multiple 35 เท่าเท่ากับ PE ปัจจุบันของ RBF ซึ่งมีความใกล้เคียงกันมากกว่าบริษัทอื่นในตลาดฯ ในส่วนของธุรกิจกัญชา-กัญชง เนื่องจาก RBF มีความคืบหน้าในการดำเนินการมากที่สุด มี License ในการปลูกและสกัดเป็นน้ำมันและ CBD ทั้งที่เรามองว่า GTG ควรซื้อขายที่ Premium เนื่องจาก GTG มีประสบการณ์ในการปลูกมาแล้ว มีสายพันธุ์เป็นของตัวเอง CBD ที่สกัดได้เป็นประเภท Full spectrum เหมาะสำหรับใช้ในทางการแพทย์ซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์ที่มีมาร์จินสูง การประเมินมูลค่าของเราจึงเป็นไปอย่างระมัดระวัง

Key assumptions

	Unit	
Land area (rai)	Rai	1.0
Plants capacity (plants)	Plant	35,000
Dried flower (gram per plant)	Gram per plant	0.2
Dried flower to extraction Yield	%	12.0
Extraction to CBD yield	%	50.0
CBD	Bt/mg.	1.5-2.0

Source: Finansia estimates

มูลค่าที่เหมาะสมของ UPA ในปี 2022 จากวิธี Sum of the parts จึงเท่ากับ 0.60 บาทต่อหุ้น ราคาเป้าหมายดังกล่าวคิดเป็น 2022 Implied PBV 1.9 เท่า ต่ำกว่ากลุ่มโรงไฟฟ้าในประเทศที่มี PBV เฉลี่ย 2.3 เท่า จึงยังคงแนะนำซื้อ

Sum-of-the-parts approach

Assumptions					
Cost of equity	8.4%				
Cost of debt	5.0%				
Beta	0.7				
WACC	7.2%				
	Total capacity (MW)	% equity	Equity MW	Value (Btm)	Per share (Bt)
Solar farm in Thailand	7.95	100.0	7.95	399	0.02
Song Luy in Vietnam	46.7	83.3	38.9	1,470	0.06
Gas power in Myanmar	200.0	51.1	102.0	4,427	0.20
GTG (35x 2022 EPS)				7,095	0.31
Value per share					0.60

Source: Finansia estimates

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายของรัฐบาลพม่า

บริษัทมีโครงการ MUPA1 กำลังการผลิต 200 MW ในพม่า จึงมีความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายของรัฐบาลพม่า ตลอดจนการเปลี่ยนแปลงระเบียบและกฎหมายต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการประกอบธุรกิจพลังงานในพม่า นอกจากนี้ โครงการดังกล่าว รัฐบาลพม่าต้องก่อสร้างสายส่งไฟฟ้าขนาด 230 กิโลโวลต์ เข้ามายังที่ตั้งของโครงการ ซึ่งรัฐบาลพม่ามีกำหนดจะได้เงินกู้จาก ADB ปลายปี 2017 (ล่าช้าจากกำหนดการเดิม 2 ปี) หากการเมืองพม่ามีความไม่แน่นอน อาจล่าช้าต่อไปอีก ในส่วนของบริษัท มีการเตรียมความพร้อมทุกด้าน เช่นการประเมินผลกระทบสิ่งแวดล้อม (ESIA) การคัดเลือกผู้รับงานวิศวกรรม (EPC) การคัดเลือกที่ปรึกษาทางการเงินและกฎหมาย และผู้เชี่ยวชาญด้านต่างๆ เพื่อให้การก่อสร้างโรงไฟฟ้าสอดคล้องกับการก่อสร้างสายส่งไฟฟ้าของรัฐบาลพม่า

ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ย

บริษัทมีธุรกิจพลังงานรวมถึงการลงทุนต่างๆ ในต่างประเทศ ซึ่งเป็นธุรกิจที่ต้องใช้เงินลงทุนสูง มีการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินต่างๆ หากอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยมีความผันผวน อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

ความเสี่ยงในธุรกิจสหรัทธิพ

บริษัทมีธุรกิจสหรัทธิพในประเทศ ทั้งที่เป็นโครงการพัฒนาที่ดินเพื่อจัดสรรแบ่งขายที่จังหวัดนครราชสีมา และโครงการคอนโดมิเนียมที่เชียงใหม่ มีความเสี่ยงจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจ การขาดแคลนแรงงาน ความผันผวนของราคาวัสดุก่อสร้าง รวมถึงความเสี่ยงจากการแข่งขันด้านราคา

ความเสี่ยงในธุรกิจสาธารณูปโภค

ธุรกิจสาธารณูปโภคของบริษัทต้องอาศัยบุคลากรที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญเฉพาะด้าน จึงมีความเสี่ยงจากการพึ่งพา/ขาดแคลนบุคลากร มีความเสี่ยงจากการดำเนินธุรกิจภายใต้สัญญากับหน่วยงานภาครัฐและนโยบายของรัฐบาล การตีความในสัญญาที่อาจแตกต่าง การพิจารณาต่อระยะเวลาสัญญา ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อการดำเนินงานของบริษัท

ความเสี่ยงในธุรกิจกัญชา-กัญชง

เนื่องจากวัตถุดิบหลักของธุรกิจกัญชา-กัญชงเป็นสินค้าเกษตร ปริมาณและคุณภาพอาจเปลี่ยนแปลงตามปัจจัยที่อยู่เหนือนอกการควบคุม จึงมีความเสี่ยงที่วัตถุดิบอาจมีคุณสมบัติไม่ตรงตามต้องการ รวมทั้งอาจมีความเสี่ยงจากพฤติกรรมผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลงรวดเร็ว ความนิยมอาจเปลี่ยนไปสู่พืชสมุนไพรอื่น

Income Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	48.3	48.9	220.6	968.2	1,038
Cost of sales	24.5	23.8	76.0	450.9	485.9
Gross profit	23.8	25.1	144.6	517.4	552.4
SG&A	102.5	116.6	99.3	198.5	203.6
Operating profit	-78.7	-91.5	45.3	318.8	348.8
Other income	8.0	1.1	6.6	8.0	8.0
EBIT	-70.7	-90.5	51.9	326.9	356.8
EBITDA	-48.8	-64.2	82.2	358.1	389.1
Interest expense	0.5	1.3	41.7	48.4	46.6
Equity income	0.0	1.4	5.2	4.4	4.4
Corporate tax	4.0	-3.6	0.0	50.7	56.7
Minority interest	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Normalized earnings	-75.1	-86.5	15.7	232.5	258.3
Extraordinary items	11.4	1.8	0.0	0.0	0.0
Net profit	-63.7	-84.8	15.7	232.5	258.3

Balance Sheet (Consolidated)					
(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	328	36	895	856	791
Accounts receivable	721	589	502	2,016	2,190
Inventory	526	520	525	528	533
Other current assets	54	54	77	174	166
Total current assets	2,032	1,199	3,578	3,898	4,030
Long term Investments	79	1,272	3,125	3,125	3,125
PPE	455	537	596	643	651
Other assets	103	97	136	117	118
Total assets	2,670	3,117	7,448	7,794	7,936
Short-term loans	6	6	6	6	6
Accounts payable	24	25	27	161	173
Current maturities	0	4	4	4	4
Other current liabilities	92	94	95	152	157
Total current liabilities	121	128	132	322	340
Long-term debt	0	7	10	20	20
Other non-current liab.	7	9	11	48	50
Total non-current liab.	24	29	34	82	83
Total liabilities	146	158	167	404	423
Registered capital	3,335	5,335	13,471	13,471	13,471
Paid up capital	3,335	5,065	11,613	11,613	11,613
Share premium	336	-875	-3,101	-3,101	-3,101
Legal reserve	1	1	1	1	1
Retained earnings	-1,150	-1,214	-1,215	-1,107	-987
Minority Interests	0	0	1	3	5
Shareholders' equity	2,524	2,960	7,280	7,387	7,507

Cash Flow Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net profit	-60	-88	16	283	315
Deprec & amortization	22	26	30	31	32
Change in working capital	-386	362	-201	-156	-112
Other adjustments	-13	4	-232	9	-81
Cash flow from operations	-437	303	-387	167	154
Capital expenditure	-48	-1,563	-2,855	-84	-88
Others	410	454	-205	0	0
Cash flow from investing	362	-1,109	-3,060	-84	-88
Free cash flow	-75	-805	-3,447	83	66
Net borrowings	-5	-6	-7	-6	-2
Equity capital raised	0	519	4,321	0	0
Dividends paid	0	0	-8	-116	-129
Cash flow from financing	-5	513	4,306	-122	-131
Net change in cash	-80	-292	859	-39	-65

Key Ratios					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Growth (%)					
Revenue	nm	1.3	351.3	338.9	7.2
EBITDA	nm	nm	nm	335.9	8.6
Net profit	nm	nm	nm	1379.3	11.1
Normalized earnings	nm	nm	nm	1379.3	11.1
Profitability (%)					
Gross profit margin	49.2	51.3	65.5	53.4	53.2
EBITDA margin	-101.1	-131.3	37.2	37.0	37.5
EBIT margin	-146.6	-185.0	23.5	33.8	34.4
Normalized profit margin	-155.6	-177.0	7.1	24.0	24.9
Net profit margin	-132.0	-173.4	7.1	24.0	24.9
Normalized ROA	-2.8	-2.8	0.2	3.0	3.3
Normalize ROE	-3.0	-2.9	0.2	3.1	3.4
Normalized ROCE	-2.8	-3.0	0.7	4.4	4.7
Risk (x)					
D/E	0.06	0.05	0.02	0.05	0.06
Net D/E	nm	0.04	-0.10	-0.06	-0.05
Net debt/EBITDA	3.74	-1.89	-8.86	-1.26	-0.94
Per share data (Bt)					
Reported EPS	-0.010	-0.008	0.001	0.010	0.011
Normalized EPS	-0.046	-0.009	0.001	0.010	0.011
EBITDA	-0.030	-0.006	0.004	0.015	0.017
Book value	0.378	0.292	0.313	0.318	0.323
Dividend	0.000	0.000	0.000	0.005	0.006
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Valuations (x)					
P/E	nm	nm	694.6	47.0	42.3
Norm P/E	nm	nm	694.6	47.0	42.3
P/BV	1.2	1.6	1.5	1.5	1.5
EV//EBITDA	nm	nm	163.3	37.0	26.1
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.1	1.1	1.2

Source: Company data, Finansia 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 รัตนวิเศษ 576 ถ.รัตนวิเศษ 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.อุดรวิถี 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 ถนนรสิงห์ 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.รุดมวิมล 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 บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชักชวนให้ผู้ลงทุน 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 **NR** 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