

**ORI** (ORI TB)

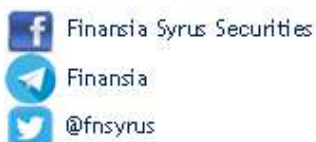
**BUY**
**บมจ. ออริจิ้น พร็อพเพอร์ตี้**

Previous	BUY
<b>2021 Target Price (Bt)</b>	<b>10.10</b>
Price (23/07/2021)	8.50
up/downside (%)	+18.8
SET Index	1,545.10
Sector	Property Development
Foreign limit/actual (%)	49.00/5.42
Free float (%)	32.28
Market cap (Bt m)	20,849.33
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	162.55
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	10.40, 6.70, 8.53
IOD 2020	5
THAI CAC	Certified

Consolidated earnings				
BT (mn)	2019	2020	2021E	2022E
Revenue	13,197	10,486	13,459	15,065
Normalized profit	2,659	2,517	2,866	3,675
Net profit	3,027	2,662	2,866	3,675
EPS (Bt) - norm	1.08	1.03	1.17	1.50
EPS (Bt)- reported	1.23	1.09	1.17	1.50
% growth y-y	-9.5	-12.1	7.7	28.2
Dividend/share (Bt)	0.50	0.49	0.53	0.67
BV/share (Bt)	3.94	4.64	5.34	6.24
EV/EBITDA (x)	8.8	12.5	9.7	8.6
PER (x) - norm	7.8	8.3	7.3	5.7
PER (x)	6.9	7.8	7.3	5.7
PBV (x)	2.2	1.8	1.6	1.4
Dividend yield (%)	5.8	5.8	6.2	7.9
ROE (%)	27.7	22.2	19.9	22.2
YE No. of shares (million)	2,453	2,453	2,453	2,453
Par (Bt)	0.50	0.50	0.50	0.50

Source: Company data, Finansia estimates

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



## คาดการณ์ 2Q21 โดดหน้าประทับใจ

แนวโน้มงบ 2Q21 ดีกว่าที่เคยคาด ประเมินกำไรสุทธิเติบโต 3% Q-Q และ 20% Y-Y อยู่ที่ 850 ล้านบาท ส่วนกำไรปกติคาด 750 ล้านบาท (+3% Q-Q, +6% Y-Y) หนุนจากส่วนแบ่ง JV และรายได้บริหารโครงการที่เร่งขึ้น ขณะที่โมเมนต์ 2H21 จะโดดเด่นขึ้น H-H และ Y-Y จากคอนโดสร้างเสร็จใหม่ 4 แห่ง ซึ่งเชื่อว่าโอนได้ทั้งหมดในปีหน้าแม้ปิดแคมป์ก่อสร้าง 1 เดือน บวกกับรับรู้แนวราบเข้ามาเต็มตามการเปิดโครงการใหม่มากขึ้น ทำให้มองว่าประมาณการกำไรปกติปีนี้ที่โต 14% Y-Y มี Upside เรียงชอบและแนะนำซื้อ ราคาเหมาะสม 10.10 บาท หุ้นซื้อขายบน PE เพียง 6.5x พร้อมปันผลสูง 6-8% ต่อปี โดยคาด 1H21 จ่าย 4% ระยะสั้นหุ้นมี Catalyst จากงบ 2Q21 ดีกว่าที่เราและตลาดเคยคาด

### คาดการณ์ 2Q21 เร่งขึ้น Q-Q และ Y-Y ... ดีกว่าเราและตลาดเคยคาด

เราประเมินกำไรสุทธิ 2Q21 ขยายตัว 3% Q-Q และ 20% Y-Y เป็น 850 ล้านบาท หากไม่รวมกำไรขายเงินลงทุนใน JV ราว 100 ล้านบาท กำไรปกติที่ 750 ล้านบาท (+3% Q-Q, +6% Y-Y) ถือว่าดีกว่าที่เราและตลาดเคยคาดว่าทรงตัว Q-Q ขับเคลื่อนด้วยส่วนแบ่งกำไร JV ที่ขยายตัวตามการเริ่มรับรู้คอนโดสร้างเสร็จใหม่ 1 แห่ง รวมถึงรายได้ค่าบริการโครงการที่สูงขึ้นจากการเซ็นสัญญาโครงการใหม่ 2 โครงการ ขณะที่ยอดโอนคาดว่าจะอยู่ที่ 3.1 พันล้านบาท ทรงตัว Y-Y แต่ลดลง 10% Q-Q จากฐานสูงใน 1Q21 และคอนโดสร้างเสร็จใหม่เริ่มโอนไปปลายไตรมาส ทำให้การรับรู้หลักมาจากโครงการที่โอนต่อเนื่องอย่าง KnightsBridge Space Rama 9, The Origin Ramindra 83 Station และ Park 24 เฟส 2 รวมถึงรับรู้แนวราบที่ไปได้ดี อย่างไรก็ตาม สัดส่วนของแนวราบคาดว่าจะสูงเป็น 30% ของยอดโอนรวม จาก 1Q21 และ 2Q20 ที่ 24-25% บวกกับการรับรู้คอนโด Park 24 เฟส 2 ซึ่งมารู้เงินต่ำกว่าปกติ กัดต้นอัตรากำไรในต้นขายอสังหาริมทรัพย์ลดลงเป็น 34.7% จาก 2Q20 และ 1Q21 ที่ 35-36%

### โมเมนต์กำไร 2H21 สดใส เร่งขึ้น H-H และ Y-Y

ท่ามกลางปัจจัยลบจาก COVID รุนแรงขึ้น และการออกมาตรการควบคุม แต่เราคงมุมมองกำไรปกติ 2H21 ขยายตัวดี H-H และ Y-Y โดย Earnings Momentum ใต้ระดับขึ้นรายไตรมาส มีแรงหนุนหลักจากคอนโดสร้างเสร็จใหม่ 4 โครงการ โดยเฉพาะ Park Origin Phayathai มูลค่า 4.6 พันล้านบาท มียอดขาย 61% ซึ่งแม้มีคำสั่งปิดแคมป์ก่อสร้าง 1 เดือน แต่กระทบจำกัดและอาจเลื่อนรับรู้เป็นปลายเดือน ก.ย. ส่วนคอนโดใหม่ที่เหลือ 3 โครงการยังเชื่อว่าโอนได้ตามแผน เนื่องจาก 1 โครงการอยู่ในจังหวัดระยะของซึ่งสามารถก่อสร้างได้ตามปกติ และอีก 2 โครงการเป็นโครงการพร้อมโอนทันทีเมื่อเปิดขาย นอกจากนี้ หนุนจากเน้นขายสต็อกพร้อมโอน และรับรู้แนวราบที่เข้ามาเต็มตามการเปิดโครงการใหม่ที่มากขึ้น ทั้งนี้ หากงบ 2Q21 ตามคาด กำไรปกติ 1H21 จะคิดเป็น 51% ของประมาณการทั้งปีที่ 2.9 พันล้านบาท (+14% Y-Y) ซึ่งมองว่ามี Upside ราว 5-10% อย่างไรก็ตาม ต้องติดตามหากขยายเวลาการปิดแคมป์ก่อสร้างอาจมีความเสี่ยงต่อแผนเปิดโครงการแนวราบใหม่

### ดรงราคาเหมาะสม 10.10 บาท ยังแนะนำซื้อ และเป็น Top Pick

ราคาหุ้นปรับลง 6% ภายใน 1 เดือนตั้งแต่มีประกาศปิดแคมป์ก่อสร้าง อย่างไรก็ตาม มองว่าประเด็นดังกล่าวกระทบจำกัดและแผนโอนปีนี้ยังเป็นไปตามเป้า เราคงราคาเหมาะสมปี 2021 ที่ 10.10 บาท คงคำแนะนำซื้อ จาก 1) โมเมนต์ 2H21 เติบโตขึ้น H-H ทั้งยอดขายและผลประกอบการ บน Backlog แข็งแกร่ง 3.5 หมื่นล้านบาท ซึ่งรองรับโอนปีนี้แล้ว 86% 2) ราคาหุ้นมี Upside เปิดกว้าง และซื้อขายบน PE2021-2022 เฉลี่ยเพียง 6.5x ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ 6.7x ทั้งที่กำไรเป็นขาขึ้น และมีส่วนลดจากกลุ่มอสังหาริมทรัพย์อื่นที่ 8.1x 3) คาดผลตอบแทนเงินปันผลสูง 6-8% ต่อปี โดยจ่าย 1H21 เท่ากับ 0.31 บาท/หุ้น Yield 4% (สมมติฐาน Payout 45%) 4) สร้างการเติบโตใหม่ผ่านการลงทุนและ Diversify ไปอุตสาหกรรมอื่น คาดเริ่มเห็นผลตั้งแต่ปี 2022 ซึ่งเป็น Upside Risk ต่อประมาณการ อาทิ ธุรกิจ Logistic กับ JWD, ธุรกิจด้านสุขภาพ, ธุรกิจบริหารสินทรัพย์ และธุรกิจพลังงาน ซึ่งล่าสุดจับมือกับ GUNKUL พัฒนาและลงทุนด้านพลังงานแสงอาทิตย์ในคอนโดและบ้านที่บริษัทพัฒนา 5) ความคืบหน้าของแผน Spin-Off Britania หรือ BRI คาดยื่น Filling ใน 3Q21 โดยความชัดเจนของการให้สิทธิ Pre-emptive rights ของหุ้น BRI จะเป็น Sentiment บวกต่อราคาหุ้น ORI ขณะที่ระยะสั้นมี Catalyst จากแนวโน้มงบ 2Q21 ดีกว่าที่เราและตลาดเคยคาด โดยบริษัทจะรายงานงบ 2Q21 วันที่ 11 ส.ค.

### Company Overview

ORI ประกอบธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อขาย ประกอบด้วย คอนโดมิเนียม และบ้านจัดสรร รวมถึงขยายพัฒนาไปยังโครงการอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่า อาทิ โรงแรม ซึ่งปัจจุบันเปิดให้บริการแล้ว 2 แห่งอย่าง Staybridge Suites Bangkok ทองหล่อ และ Holiday Inn Hotel & Suites ศรีราชา แหลมฉบัง รวมถึงเซอร์วิสอพาร์ทเมนท์ และพื้นที่ค้าปลีก นอกจากนี้ มีกลุ่มธุรกิจให้บริการที่เกี่ยวกับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ อาทิ บริการจัดหาผู้เช่าห้องชุด และบริการรับจ้างบริหารโครงการนิติบุคคลอาคารชุด ผ่านบริษัท PRIMO

จุดเด่น และกลยุทธ์ในการแข่งขันคือ ทำเลที่ตั้งโครงการ เน้นตามแนวรถไฟฟ้าในกรุงเทพฯ และย่านนิคมอุตสาหกรรม, การออกแบบที่เป็นเอกลักษณ์ และนวัตกรรมการออกแบบห้องชุดเพื่อการใช้ประโยชน์สูง

มีการร่วมทุนกับพันธมิตรในประเทศและต่างชาติ ทั้งโครงการอสังหาริมทรัพย์ อาทิ Nomura Real Estate (NRED) (ญี่ปุ่น), ES-CON Japan (ญี่ปุ่น), GS E&C Corporation (เกาหลี), ดุสิตธานี (DTC) และโครงการโรงแรมอย่าง Ci:z Investment Limited Liability Partnership (ญี่ปุ่น)

คอนโดมิเนียมมี 5 แปรพันธุ์หลัก คือ 1) Kensington เป็นระดับกลาง 2) Notting Hill และ 3) The Origin เป็นระดับกลางถึงกลางบน 4) Knightsbride เป็นระดับกลางบนถึงบน และ 5) Park Origin เป็นระดับ Luxury

บ้านจัดสรรมี 4 แปรพันธุ์ คือ 1) Britania ราคา 3-7 ลบ. 2) Grand Britania เป็นระดับกลางถึงบน ราคา 7-10 ลบ. 3) Brighton เป็นทาวน์โฮมระดับกลางถึงล่าง ราคา 2-5 ลบ. 4) Belgravia เป็นระดับ Luxury ราคา 10-35 ลบ.

### Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ ORI อิง PE 8.6 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลัง +1.0 SD สะท้อนคาดการณ์กำไรปกติปี 2021 ที่ขยายตัวต่อเนื่อง และทำ New High ขณะที่เมื่อเทียบกับคาดการณ์การเติบโตของกำไรปกติเฉลี่ย 11% ในปี 2021-2022 คิดเป็น PEG เพียง 0.41 เท่า ดังนั้น อิง EPS ที่ 1.17 บาท/หุ้น คำนวณได้มูลค่าเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานปี 2021 ที่ 10.10 บาท

ORI มีความโดดเด่นในแง่อัตราการทำกำไรที่ทำได้สูงสุดในกลุ่มฯ โดย 9M20 อัตรากำไรสุทธิอยู่ที่ 26.6% เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ที่ 11.2% และ ROE ทำได้ 29.4% เทียบกับกลุ่มฯ ที่ 12.5%

### ESG

#### Environment

- การก่อสร้างอาคารและการก่อสร้างสาธารณูปโภคต่างๆ ส่วนใหญ่ของ ORI จะอยู่ภายใต้การควบคุมของพระราชบัญญัติส่งเสริมและรักษาคุณภาพสิ่งแวดล้อมแห่งชาติ โดยโครงการที่มีขนาดตั้งแต่ 4,000 ตร.ม. หรือ การสร้างอาคารสูงตั้งแต่ 23 ม. หรือ 80 หน่วยขึ้นไปจะต้องมีการจัดทำรายงานการวิเคราะห์ผลกระทบสิ่งแวดล้อม
- มีมาตรการการป้องกันและแก้ไขผลกระทบด้านสิ่งแวดล้อม ทั้งในระหว่างการก่อสร้าง และหลังการก่อสร้าง เช่น มีผ้าใบคลุมหรือ Mesh Sheet อาคารในระหว่างที่ก่อสร้าง เพื่อป้องกันฝุ่นละอองกระจายไปยังพื้นที่ข้างเคียง และล้างล้อรถบรรทุกให้สะอาดก่อนออกจากพื้นที่ก่อสร้าง เมื่อก่อสร้างเสร็จแล้ว ทุกโครงการจะมีระบบบำบัดน้ำเสียส่วนกลาง ก่อนระบายสู่ท่อระบายน้ำสาธารณะ

#### Social

- ORI ให้ความสำคัญต่อลูกค้า พันธมิตร ด้านสิทธิท่างปัญญาและเจ้าหน้าที่สถาบันการเงิน โดยด้านพันธมิตรและลูกค้า มีการจัดซื้อจัดจ้างที่เป็นธรรม ชัดเจน โปร่งใส โดยคัดเลือกผู้รับเหมาด้วยความเท่าเทียม เปิดโอกาสให้มีการแข่งขัน อย่างเป็นธรรม
- ให้ความสำคัญกับการเคารพต่อสิทธิมนุษยชนในทุกๆ ด้าน
- ดำเนินกิจกรรมทางด้าน CSR เพื่อสนับสนุนการพัฒนาคุณภาพชีวิตและสังคม โดยสนับสนุนกิจกรรมให้กับทุกกลุ่มคนในสังคม ชุมชนใกล้เคียง โรงเรียน ตั้งแต่เด็ก ไปจนถึง กลุ่มผู้สูงอายุ

#### Governance

- ORI กำหนดโครงสร้างการจัดการ ประกอบด้วย คณะกรรมการบริษัท และคณะกรรมการชุดย่อยต่างๆ ทั้งคณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการบริหารความเสี่ยง คณะกรรมการสรรหาและพิจารณาตอบแทน รวมถึงคณะกรรมการบริหาร โดยคณะกรรมการแต่ละชุดจะมีการกำหนดขอบเขตอำนาจหน้าที่อย่างชัดเจน และมีกรรมการอิสระเป็นกรรมการในแต่ละคณะ
- กำหนดนโยบายและมาตรการต่อต้านการคอร์รัปชัน และนโยบาย/ประกาศที่เกี่ยวข้อง เป็นลายลักษณ์อักษร อาทิ นโยบายการแจ้งเบาะแสการกระทำผิด (Whistle Blowing Policy), นโยบายและแนวปฏิบัติการให้รับของขวัญ, คู่มือการปฏิบัติงานสำหรับกระบวนกรที่มีความเสี่ยงในการเกิดการทุจริตคอร์รัปชัน และได้มีการสื่อสารให้กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานทุกคนรับทราบ

**2Q21E Earnings Preview**

(Bt mn)	2Q21E	1Q21	%Q-Q	2Q20	%Y-Y
Revenue	3,400	3,630	-6.3	3,216	5.7
Costs	2,024	2,206	-8.2	1,997	1.4
Gross profit	1,376	1,424	-3.4	1,220	12.8
SG&A costs	543	575	-5.5	419	29.5
Interest charge	68	67	0.8	67	1.3
Norm profit	750	725	3.4	707	6.0
Net profit	850	825	3.0	707	20.2
Gross margin (%)	40.5	39.2	1.2	37.9	2.5
Norm earnings margin (%)	22.0	20.0	2.1	22.0	0.1
Net profit margin (%)	25.0	22.7	2.3	22.0	3.0

Source: Finansia Estimate

**Figure 1: New Launches Y2021**


Sources: Company data

**Figure 2: 8 Condo projects expected to transfer in 2021**

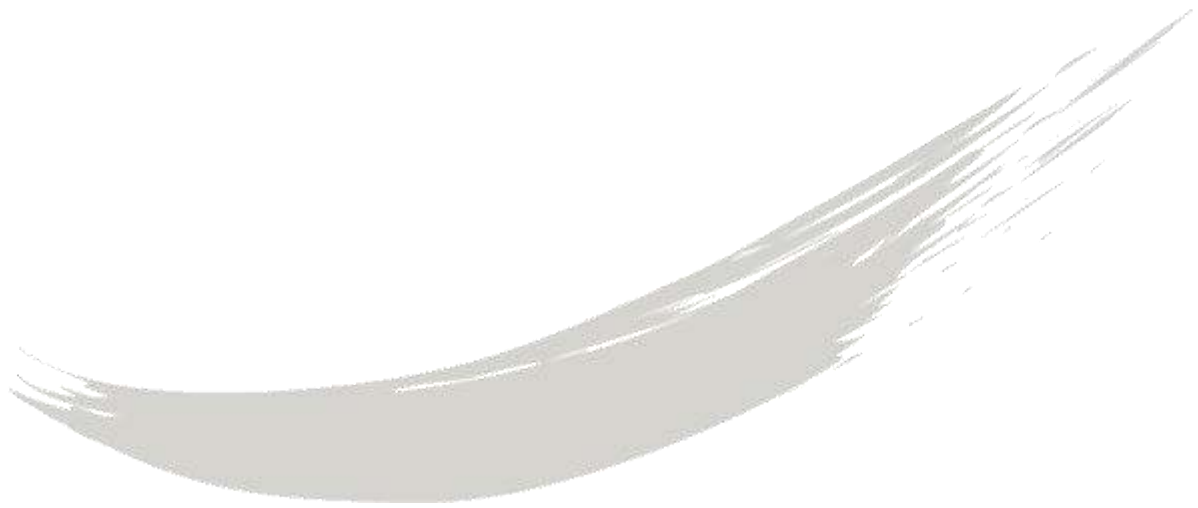
Project	Value (MB)	Sold	Transfer
The Origin Ramintra 83 Station	2,000	58%	1Q21
Knightsbridge Space Rama IX	2,300	65%	1Q21
The Origin Ratchada-Ladprao	750	87%	2Q21
Knightsbridge Sukhumvit-Thepharak (JV)	1,300	65%	2Q21
Park Origin Phayathai	4,600	61%	3Q21
Notting Hill Rayong	1,200	50%	3Q21
BRIXTON Pet&Play Sukhumvit 107	400		3Q21
ORIGINAL Sukhumvit 107	500		4Q21
<b>Total project value</b>	<b>13,050</b>		

Sources: Company data, Finansia Research

**Figure 8: Peers Comparison**

	Norm Profit Growth 2021E (%)	Norm Profit Growth 2022E (%)	Forward PE2021 (x)	Forward PE2022 (x)
AP	-10.2	9.9	6.8	6.2
LPN	5.0	7.0	9.1	7.7
NOBLE	0.1	-10.1	5.4	5.9
PSH	5.1	8.9	9.5	8.8
SC	-0.4	10.5	6.6	5.9
SIRI	-16.3	23.6	12.4	10.0
SPALI	31.5	6.8	8.2	7.7
<b>Avg.</b>	<b>4.6</b>	<b>7.7</b>	<b>8.4</b>	<b>7.8</b>
ORI	13.8	28.2	7.3	5.7

Source: Bloomberg, Finansia Research, FSSIA



## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

### ความเสี่ยงจากภาวะตลาดและความไม่แน่นอนของสภาพเศรษฐกิจ

ความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจที่ได้รับผลกระทบทั้งจากภายในและภายนอกประเทศ ส่งผลกระทบต่อกำลังซื้อทั้งในประเทศและต่างประเทศ ขณะที่สถานการณ์อุปทานส่วนเกินที่ยังไม่ดีขึ้น ท่ามกลางอุปสงค์ที่อ่อนแอลง กระทบให้ธุรกิจอสังหาฯอยู่ในสภาวะการแข่งขันสูง

### ความเสี่ยงด้านนโยบายการปล่อยสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยของสถาบันการเงิน

มาตรการการกำกับดูแลสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย (LTV) ที่เข้มงวดมากขึ้นของ ธปท. ส่งผลให้อัตราการปฏิเสธสินเชื่อสูงขึ้น และความสามารถในการซื้อของลูกค้าลดลง กระทบโดยตรงกับผู้ประกอบการในกลุ่มธุรกิจอสังหาฯเพื่อขาย

### ความเสี่ยงจากยอดขายถูกยกเลิก

หากมียอดยกเลิก (Cancellation rate) จากลูกค้า จะส่งผลต่อคุณภาพของ Backlog และคาดการณ์ผลการดำเนินงาน

### ความเสี่ยงด้านงานก่อสร้าง

หากผู้รับเหมา มีการส่งมอบงานล่าช้า จะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ทั้งการรับรู้รายได้ และอัตรากำไร

### ความเสี่ยงจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 ที่ยืดเยื้อ

สถานการณ์การแพร่ระบาดของ COVID-19 ที่ยืดเยื้อ กระทบต่อเศรษฐกิจ และกำลังซื้อของลูกค้า ซึ่งจะส่งผลต่อตลาดอสังหาฯเช่นกัน เนื่องจากเป็นสินทรัพย์ขนาดใหญ่ ท่ามกลางความไม่แน่นอนทำให้ลูกค้ายังไม่ตัดสินใจซื้อและมีภาวะ

### ความเสี่ยงจากสภาพคล่องทางการเงิน

บริษัทมีแผนขยายตัวในธุรกิจอสังหาฯ ต่อเนื่องจึงต้องอาศัยเงินทุนที่เพียงพอในการพัฒนาโครงการ ซึ่งหากบริษัทมีปัญหาดังกล่าว จะส่งผลกระทบต่อการทำงานและสภาพคล่อง

**Income Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Revenue	15,749	13,197	10,486	13,459	15,065
Cost of sales	8,611	6,934	6,308	8,115	9,125
Gross profit	7,138	6,263	4,178	5,344	5,940
SG&A	2,872	2,687	1,822	2,311	2,546
Operating profit	4,266	3,576	2,356	3,033	3,393
Other income	262	465	448	446	446
EBIT	4,528	4,041	2,803	3,479	3,839
EBITDA	4,662	4,160	2,968	3,649	4,014
Interest charge	262	273	263	274	284
Tax on income	855	756	524	641	711
Earnings after tax	3,411	3,012	2,016	2,564	2,844
Minority Interests	38	114	102	90	90
Norm profit	2,837	2,659	2,517	2,866	3,675
Extraordinary items	501	367	145	0	0
Net profit	3,338	3,027	2,662	2,866	3,675

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Cash and equivalent	1,819	1,330	808	1,103	922
Accounts receivable	135	530	314	538	603
Inventory	20,151	22,582	23,430	24,315	25,225
Other current asset	1,392	1,731	1,876	1,817	1,958
Total current assets	23,505	26,481	26,503	27,849	28,785
Investment	1,817	2,730	3,812	3,038	3,530
PPE	1,376	2,356	2,946	3,116	3,296
Other assets	505	513	432	549	687
Total Assets	27,203	32,079	33,694	34,551	36,298
Short term loan	2,547	1,740	1,546	1,503	1,103
Account payable	2,603	2,574	2,874	2,807	3,149
Current maturities	5,471	4,708	7,644	6,666	5,400
Other current liabilities	2,563	1,800	1,504	2,041	2,290
Total current liabilities	13,183	10,822	13,568	13,017	11,942
Long term debt	4,513	9,606	7,428	6,412	6,938
Other LT liabilities	705	717	690	740	830
Total liabilities	18,402	21,146	21,686	20,169	19,710
Registered capital	1,543	1,546	1,546	1,546	1,546
Paid-up capital	1,226	1,226	1,226	1,226	1,226
Share Premium	2,299	2,337	2,337	2,337	2,337
Legal reserve	154	155	155	155	155
Retained earnings	3,888	6,089	7,785	9,505	11,710
Others	0	-38	-38	-38	-38
Minority Interest	1,364	1,277	635	1,290	1,290
Shareholders' equity	8,801	10,934	12,008	14,383	16,588

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Net profit	3,411	3,012	2,016	2,564	2,844
Depreciation etc.	134	119	165	170	175
Change in working capital	-3,762	-3,951	-719	-649	-573
Other adjustments	0	0	0	0	0
Cash flow from operation	-791	-1,173	1,963	2,387	3,277
Capital expenditures	-1,223	-2,313	-1,605	436	-847
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from investing	-1,223	-2,313	-1,605	436	-847
Free cash flow	-2,014	-3,486	358	2,823	2,430
Net borrowings	3,460	3,523	564	-2,037	-1,140
Equity capital raised	569	-68	-622	655	0
Dividend paid	-1,016	-459	-821	-1,146	-1,470
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	3,012	2,996	-879	-2,528	-2,610
Net Change in cash	999	-489	-522	294	-180

**Important Ratios**

	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>Growth (%)</b>					
Revenue	70.2	-16.2	-20.5	28.4	11.9
EBITDA	101.1	-10.8	-28.6	22.9	10.0
Net profit	65.2	-9.3	-12.1	7.7	28.2
Normalized earnings	88.1	-6.2	-5.3	13.8	28.2
<b>Profitability (%)</b>					
Gross profit margin	45.3	47.5	39.8	39.7	39.4
EBITDA margin	29.6	31.5	28.3	27.1	26.6
EBIT margin	28.8	30.6	26.7	25.8	25.5
Normalized profit margin	18.0	20.2	24.0	21.3	24.4
Net profit margin	21.2	22.9	25.4	21.3	24.4
Normalized ROA	10.4	8.3	7.5	8.3	10.1
Normalize ROE	32.2	24.3	21.0	19.9	22.2
Normalized ROCE	20.2	12.5	12.5	13.3	15.1
<b>Risk (x)</b>					
D/E	2.1	1.9	1.8	1.4	1.2
Net D/E	1.9	1.8	1.7	1.3	1.1
Net debt/EBITDA	3.6	4.7	7.0	5.2	4.7
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	1.36	1.23	1.09	1.17	1.50
Normalized EPS	1.16	1.08	1.03	1.17	1.50
EBITDA	1.90	1.70	1.21	1.49	1.64
Book value	3.04	3.94	4.64	5.34	6.24
Dividend	0.65	0.50	0.49	0.53	0.67
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	6.2	6.9	7.8	7.3	5.7
Norm P/E	7.3	7.8	8.3	7.3	5.7
P/BV	2.8	2.2	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	7.1	8.8	12.5	9.7	8.6
Dividend yield (%)	7.6	5.8	5.8	6.2	7.9

Source: Company data, Finansia 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 อาคารเอ็มมาร์ค 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 ชอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180</p>	<p><b>สาขา รัตนาธิเบศร์</b> 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ 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 ถนนรสิงห์ 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 ตรอกสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323</p>	<p><b>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต</b> 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ ต.หาดใหญ่ 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 ดรง</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.สุตะมิแล 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, 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 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