

# UPA (UPA TB)

## BUY

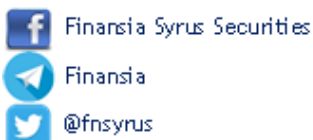
## บมจ. ยูไนเต็ท เพาเวอร์ ออฟ เอเชีย

Previous	BUY
<b>2022 Target Price (Bt)</b>	<b>0.60</b>
Price (13/08/2021)	0.38
up/downside (%)	+57.9
SET Index	1,528.32
Sector	MAI/Resources
Foreign limit/actual (%)	49.00/16.33
Free float (%)	63.02
Market cap (Bt m)	3,849.53
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	76.60
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	0.50, 0.20, 0.36
IOD 2020	N/R
THAI CAC	N/A

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	49	286	1,014	1,084
Normalized profit	-87	16	223	250
Net profit	-85	16	223	250
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	nm	nm	1,287.2	12.0
Dividend/share (Bt)	0.00	0.00	0.005	0.005
BV/share (Bt)	0.29	0.29	0.30	0.30
EV/EBITDA (x)	nm	58.9	25.4	18.0
PER (x) - norm	nm	547.9	39.5	35.3
PER (x)	nm	547.9	39.5	35.3
PBV (x)	1.30	1.30	1.28	1.26
Dividend yield (%)	0.00	0.09	1.27	1.42
Norm ROE (%)	-2.86	0.24	3.25	3.58
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@fnfsyrus.com  
 www.fnfsyrus.com



### ขาดทุนมากกว่าคาดจากค่าใช้จ่ายพิเศษ

UPA รายงานผลขาดทุนสุทธิ 0.014 ล้านบาทใน 2Q21 หักรายการพิเศษ จะเป็นผลขาดทุนจากการดำเนินงานปกติ 4.2 ล้านบาท ต่ำกว่าที่เราคาดว่าจะมีกำไร ทั้งนี้ เป็นผลมาจากการเพิ่มขึ้นของดอกเบี้ยจ่าย (จากการรวมงบการเงินของบ.ย่อย) และค่าใช้จ่ายพิเศษ หากตัดรายการพิเศษที่เกิดขึ้นครั้งเดียว เราคาดว่าบริษัทจะเริ่มทำกำไรได้ในปี 3Q21 จึงคงประมาณการปี 2021 ที่ขาดกำไร 16.1 ล้านบาท พลิกจากขาดทุนสุทธิ 84.8 ล้านบาทในปี 2020 คงราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 0.60 บาท (SOTP) การเติบโตในปี 2022 จะมาจาก GTG เป็นสำคัญ คงคำแนะนำซื้อ

### 2Q21 ขาดทุนมากกว่าคาดจากดอกเบี้ยจ่ายและรายการพิเศษ

UPA มีผลขาดทุนสุทธิ 2Q21 ที่ 0.014 ล้านบาท หักขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนเงิน 4.2 ล้านบาท จะเป็นผลขาดทุนจากการดำเนินงานปกติ 4.2 ล้านบาท เป็นการขาดทุนเพิ่มขึ้นจาก 2.5 ล้านบาทใน 1Q21 และต่ำกว่าที่เราคาดว่าจะมีกำไร 12.1 ล้านบาท ผลประกอบการที่ต่ำกว่าคาดมาจากดอกเบี้ยจ่ายที่สูงกว่าคาดและค่าใช้จ่ายพิเศษที่มากกว่าคาด (ค่าเผื่อการด้อยค่าหลักทรัพย์ที่ดินและอาคารสำนักงาน ค่าที่ปรึกษาทางการเงิน ค่าจดทะเบียนจัดตั้ง เป็นต้น) หากตัดรายการพิเศษดังกล่าวออกในไตรมาสจะมีผลกำไร สำหรับดอกเบี้ยจ่ายที่เกิดขึ้น 18.3 ล้านบาทมาจากการรวมงบการเงินของโรงไฟฟ้า Song Luy ทำให้เงินกู้ระยะยาวในงบการเงินรวมเพิ่มขึ้นเป็น 728.5 ล้านบาท ขณะที่ UPA เองมีเพียงเงินกู้ระยะสั้น 5.6 ล้านบาท

### รายได้โตสูงเพราะรับรู้โรงไฟฟ้าในไทยเพิ่ม 5MW และเวียดนามเต็มไตรมาส

ขณะที่รายได้และอัตรากำไรขั้นต้นใน 2Q21 สูงกว่าคาด โดยมีรายได้ 78.1 ล้านบาท +55.8% Q-Q, +510.2% Y-Y จากการรับรู้รายได้จากโรงไฟฟ้าสหกรณ์โคนมศรีชาตอุดรเพิ่มขึ้น 5 MW รวมเป็น 12.95 MW รวมรายได้เป็น 21.8 ล้านบาท และรับรู้โรงไฟฟ้า Song Luy เวียดนาม 46.78 MW เต็มไตรมาสเป็นไตรมาสแรกจำนวน 56.3 ล้านบาท (รวม Song Luy เข้ามาตั้งแต่เดือน ก.พ. 2021) โรงไฟฟ้าในไทยและเวียดนามมีอัตรากำไรขั้นต้นสูง 53.2% และ 67.5% ตามลำดับ ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นรวมเป็น 64.5% แต่ค่าใช้จ่ายในการบริหารสูงขึ้นเป็น 40.9% ของรายได้ สูงกว่าปกติราว 10 ล้านบาทจากค่าเผื่อการด้อยค่าหลักทรัพย์ที่ดินและอาคารสำนักงาน ค่าที่ปรึกษาทางการเงิน ค่าจดทะเบียนจัดตั้งบริษัท บวกกับดอกเบี้ยจ่าย 18.3 ล้านบาท (23.4% ของรายได้) จึงไม่เพียงพอในการทำกำไร

### ผลการดำเนินงาน 1H21 ดีขึ้นมาจาก 1H20

แม้ผลประกอบการ 2Q21 ต่ำกว่าคาดแต่ถือว่าผลการดำเนินงาน 1H21 มีพัฒนาการดีขึ้นมาจาก 1H20 โดยมีรายได้ 128.2 ล้านบาท +363.4% Y-Y จากกำลังการผลิตไฟฟ้าที่เพิ่มเป็น 59.73 MW เทียบกับ 7.95 MW ใน 1H20 และมี EBITDA margin เพิ่มขึ้นเป็น 53.3% จาก 32.9% ใน 1H20 แต่ค่าใช้จ่ายที่สูงเป็นพิเศษทำให้มีผลขาดทุน เราคาดว่าใน 3Q21 จะเริ่มทำกำไรได้เมื่อไม่มีค่าจดทะเบียนจัดตั้งบริษัท ค่าที่ปรึกษาทางการเงิน และการตั้งด้อยค่าสินทรัพย์เหมือนที่เกิดขึ้นใน 2Q21

### คงประมาณการและราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 0.60 บาท คงคำแนะนำซื้อ

เรายังคงคาดว่าปี 2021 จะพลิกเป็นกำไร 16.1 ล้านบาท จากขาดทุนสุทธิ 84.8 ล้านบาทในปี 2020 แม้ว่า 1H21 จะขาดทุนปกติ 6.7 ล้านบาทแต่ประมาณการที่เราทำได้เดิมค่อนข้าง conservative หากไม่มีค่าใช้จ่ายพิเศษ คาดว่าบริษัทสามารถทำกำไรได้ไตรมาสละประมาณ 10 ล้านบาท เราจึงคงราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 0.60 บาท (SOTP) มาจากธุรกิจปัจจุบันของ UPA 0.29 บาท (DCF) และธุรกิจของ GTG 0.31 บาท (2022PE 35x) การเติบโตในปี 2022 มาจาก GTG เป็นสำคัญซึ่งคาดว่าจะการไอน์หุ้นจะแล้วเสร็จภายในสิ้นปี 2021 ราคาเป้าหมายดังกล่าวคิดเป็น 2022 Implied PBV 2.0 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มโรงไฟฟ้าที่ 3.0 เท่า ยังคงคำแนะนำซื้อ

**Company Overview**

UPA มีบริษัทย่อยทั้งสิ้น 8 บริษัทและมีการลงทุนใน 3 ธุรกิจหลัก ได้แก่

- 1) ธุรกิจพลังงาน มีการลงทุนในโรงไฟฟ้าสหกรณ์ในไทยรวม 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 แจกตลาดหลักทรัพย์ ลงทุนในบริษัท โกลเด้น ไทเอนจี้ กรุ๊ป จำกัด (GTG) ซึ่งเป็นผู้ผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์จากกัญชา-กัญชงอย่างครบวงจรตั้งแต่ต้นน้ำถึงปลายน้ำ 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
- มีการจัดการตุนานในโรงไฟฟ้าเพื่อให้ความรู้แก่บุคลากรทั้งภาครัฐและเอกชน รวมถึงตัวแทนมหาวิทยาลัย
- มีการสนับสนุนงานแข่งขันเทนนิส GAC Group 2014 ITTF World Tour Grand Finals ซึ่งช่วยสนับสนุนภาพลักษณ์และวัฒนธรรมไทยสู่สายตาโลก

**Governance**

- UPA ปฏิบัติตามหลักการกำกับกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนตามแนวทางที่ SET กำหนด 5 หมวด ดังนี้
  - 1) สิทธิของผู้ถือหุ้น โดยให้ความสำคัญในสิทธิขั้นพื้นฐานต่างๆ เช่น จัดส่งหนังสือเชิญประชุมพร้อมข้อมูล เปิดโอกาสให้มอบฉันทะเข้าประชุมแทน เปิดโอกาสในส่งความเห็น ข้อเสนอแนะอย่างเท่าเทียม จัดทำรายงานการประชุม เป็นต้น
  - 2) ปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียม ไม่ว่าจะเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือรายย่อย ทั้งการแจ้งกำหนดการประชุม เผยแพร่เอกสารทั้งภาษาไทยและอังกฤษ สนับสนุนให้มีการเลือกตั้งกรรมการเป็นรายคน เป็นต้น
  - 3) บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย โดยให้ความสำคัญกับทุกกลุ่ม ได้แก่ ผู้ถือหุ้น พนักงาน คู่ค้า ลูกค้า เจ้าหนี้ สังคมและส่วนรวม เป็นต้น เปิดให้จ้างข้อร้องเรียนหากมีความไม่ถูกต้อง โดยกรรมการอิสระและตรวจสอบจะดำเนินการตรวจสอบและแก้ไข
  - 4) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส โดยให้ความสำคัญกับความถูกต้อง ครบถ้วน เพียงพอ โปร่งใสและทันเวลาทั้งข้อมูลทางการเงินและข้อมูลทั่วไป มีผ่านนักกลทูลสัมพันธ์ติดต่อสื่อสารกับนักกลทูล
  - 5) ความรับผิดชอบของกรรมการ โดยปัจจุบันมีคณะกรรมการบริษัท 5 ท่าน เป็นผู้บริหารด้วย 2 ท่าน ไม่เป็นผู้บริหาร 3 ท่าน และมีความเป็นอิสระ 3 ท่านซึ่งเกินกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนคณะกรรมการทั้งคณะซึ่งเกิดการถ่วงดุลในการพิจารณาออกเสียงและเป็นไปตามข้อกำหนดของ SEC และ SET โดยมีเจตนากรณีในการดำเนินธุรกิจอย่างโปร่งใส ขจัดความขัดแย้งทางผลประโยชน์

**2Q21 Earnings Result**

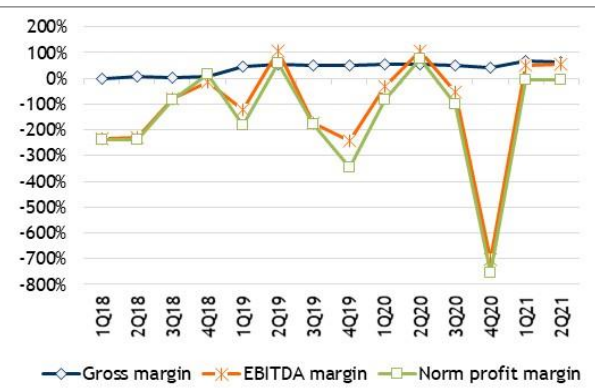
(Bt mn)	2Q21	1Q21	%Q-Q	2Q20	%Y-Y	1H21	1H20	%Y-Y
Revenues	78	50	55.8	13	510.2	128	28	363.4
Cost of services	28	17	63.7	6	372.7	45	12	258.4
Gross profit	50	33	51.8	7	626.3	84	15	449.3
Administrative expense	32	23	39.3	18	76.9	55	38	44.2
Interest expense	18	10	85.0	0.3	5394.0	28	0.7	3972.8
Equity income	-0.7	-0.4	nm	0.5	nm	-1	0.7	nm
Normalized earning	-4	-2	nm	10	nm	-7	-3	nm
Net profit	-0.01	5	nm	-17	nm	-16	-1	nm
Gross margin (%)	64.5	66.2	-1.7	54.2	10.3	65.2	55.0	10.2
EBITDA margin (%)	54.4	51.5	2.9	nm	nm	53.3	32.9	20.4
Norm profit margin(%)	-5.3	-4.9	-0.4	76.0	-81.4	-5.2	-9.9	4.7

Source: TTA

**รายได้และกำลังการผลิตไฟฟ้า**

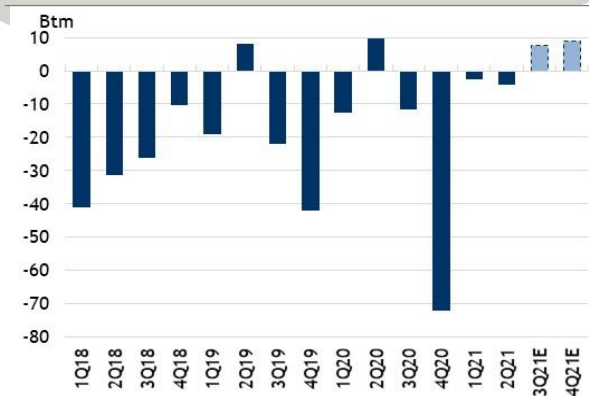


**อัตรากำไร**



ที่มา: UPA

**กำไรจากการดำเนินงานปกติ**



**กำไรปกติรายปีและ ROE**



ที่มา: UPA, 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

### ความเสี่ยงในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

บริษัทมีธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในประเทศ ทั้งที่เป็นโครงการพัฒนาที่ดินเพื่อจัดสรรแบ่งขายที่จังหวัดนครราชสีมา และโครงการคอนโดมิเนียมที่เขายี่ใหญ่ มีความเสี่ยงจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจ การขาดแคลนแรงงาน ความผันผวนของราคาวัสดุก่อสร้าง รวมถึงความเสี่ยงจากการแข่งขันด้านราคา

### ความเสี่ยงในธุรกิจสาธารณูปโภค

ธุรกิจสาธารณูปโภคของบริษัทต้องอาศัยบุคลากรที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญเฉพาะด้าน จึงมีความเสี่ยงจากการพึ่งพา/ขาดแคลนบุคลากร มีความเสี่ยงจากการดำเนินธุรกิจภายใต้สัญญากับหน่วยงานภาครัฐและนโยบายของรัฐบาล การตีความในสัญญาที่อาจแตกต่างกัน การพิจารณาต่อระยะเวลาสัญญา ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

### ความเสี่ยงในธุรกิจกัญชา-กัญชง

เนื่องจากวัตถุประสงค์หลักของธุรกิจกัญชา-กัญชงเป็นสินค้าเกษตร ปริมาณและคุณภาพอาจเปลี่ยนแปลงตามปัจจัยที่อยู่เหนือนอกการควบคุม จึงมีความเสี่ยงที่วัตถุประสงค์อาจมีคุณสมบัติไม่ตรงตามต้องการ รวมทั้งอาจมีความเสี่ยงจากพฤติกรรมผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลงรวดเร็ว ความนิยมอาจเปลี่ยนไปสู่พืชสมุนไพรอื่น

**Income Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	48	49	286	1,014	1,084
Cost of sales	24	24	99	465	500
Gross profit	24	25	187	549	584
SG&A	102	117	101	199	204
Operating profit	-79	-92	86	350	380
Other income	8	1	3	3	3
EBIT	-71	-90	89	354	384
EBITDA	-49	-64	175	441	472
Interest expense	0	1	64	72	71
Equity income	0	1	5	4	4
Corporate tax	4	-4	0	51	57
Minority interest	0	0	-14	-12	-10
Normalized earnings	-75	-87	16	223	250
Extraordinary items	11	2	0	0	0
Net profit	-64	-85	16	223	250

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net profit	-60	-88	16	274	307
Deprec. & amortization	22	26	86	87	88
Change in working capital	-386	362	290	-521	-112
Other adjustments	-13	4	376	-509	157
Cash flow from operations	-437	303	768	-669	440
Capital expenditure	-48	-1,563	-2,855	-184	-88
Others	410	454	-205	0	0
Cash flow from investing	362	-1,109	-3,060	-184	-88
Free cash flow	-75	-805	-2,292	-853	352
Net borrowings	-5	-6	358	-125	-2
Equity capital raised	0	519	3,821	0	0
Dividends paid	0	0	-8	-112	-125
Cash flow from financing	-5	513	4,171	-237	-127
Net change in cash	-80	-292	1,880	-1,089	225

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	328	36	1,915	825	1,050
Accounts receivable	721	589	392	1,112	1,040
Inventory	526	520	525	528	533
Other current assets	54	54	90	183	174
Total current assets	2,032	1,199	3,223	2,648	2,797
Long term Investments	79	1,272	2,172	2,172	2,172
PPE	455	537	1,601	2,392	2,344
Other assets	103	97	696	708	709
Total assets	2,670	3,117	7,716	7,943	8,046
Short-term loans	6	6	6	6	6
Accounts payable	24	25	81	102	110
Current maturities	0	4	4	4	4
Other current liabilities	92	94	99	154	159
Total current liabilities	121	128	190	266	279
Long-term debt	0	7	717	727	697
Other non-current liab.	7	9	14	51	52
Total non-current liab.	24	29	745	791	763
Total liabilities	146	158	935	1,057	1,041
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	-3,601	-3,601	-3,601
Legal reserve	1	1	1	1	1
Retained earnings	-1,150	-1,214	-1,214	-1,112	-996
Minority Interests	0	0	1	3	5
Shareholders' equity	2,524	2,960	6,780	6,883	6,999

**Key Ratios**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Growth (%)</b>					
Revenue	nm	1.3	485.8	254.2	6.9
EBITDA	nm	nm	nm	151.9	7.0
Net profit	nm	nm	nm	1287.2	12.0
Normalized earnings	nm	nm	nm	1287.2	12.0
<b>Profitability (%)</b>					
Gross profit margin	49.2	51.3	65.4	54.1	53.8
EBITDA margin	-101.1	-131.3	61.1	43.5	43.5
EBIT margin	-146.6	-185.0	31.0	34.9	35.4
Normalized profit margin	-155.6	-177.0	5.6	22.0	23.1
Net profit margin	-132.0	-173.4	5.6	22.0	23.1
Normalized ROA	-2.8	-2.8	0.2	2.8	3.1
Normalized ROE	-3.0	-2.9	0.2	3.2	3.6
Normalized ROCE	-2.8	-3.0	1.2	4.6	4.9
<b>Risk (x)</b>					
DE	0.06	0.05	0.14	0.15	0.15
Net D/E	nm	0.04	-0.19	0.03	-0.00
Net debt/EBITDA	3.74	-1.89	-5.61	0.53	-0.02
<b>Per share data (Bt)</b>					
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	0.008	0.019	0.020
Book value	0.378	0.292	0.292	0.296	0.301
Dividend	0.000	0.000	0.000	0.005	0.005
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	nm	nm	547.9	39.5	35.3
Norm P/E	nm	nm	547.9	39.5	35.3
P/BV	1.0	1.3	1.3	1.3	1.3
EV//EBITDA	nm	nm	58.9	25.4	18.0
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.1	1.3	1.4

Source: Company data, Finansia research



**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

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

**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 รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏแต่อย่างใด 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, MAJ, 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 ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟิลินเซีย ไชรัส 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