

KSL (KSL TB)

บมจ. น้ำตาลขอนแก่น

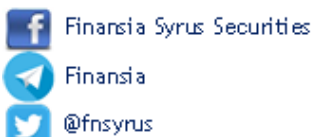
T-BUY

Previous	T-BUY
2022 Target Price (Bt)	4.70
Price (17/09/2021)	3.60
up/downside (%)	+30.6
SET Index	1,625.65
Sector	Food & Beverage
Foreign limit/actual (%)	40.00/4.55
Free float (%)	27.81
Market cap (Bt m)	15,876.84
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	57.61
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	4.90, 2.26, 3.79
IOD 2020	5
THAI CAC	Certified

Consolidated earnings				
BT (mn) Ended-Oct	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	11,853	10,394	14,057	14,543
Normalized profit	421	695	1,181	1,272
Net profit	-83	572	1,181	1,272
EPS (Bt) - norm	0.10	0.16	0.27	0.29
EPS (Bt)- reported	-0.02	0.13	0.27	0.29
% growth y-y	nm	nm	47.7	7.7
Dividend/share (Bt)	0.05	0.05	0.10	0.10
BV/share (Bt)	4.31	4.57	4.75	4.89
EV/EBITDA (x)	26.6	16.5	12.6	12.0
PER (x) - norm	38.0	23.0	13.5	12.6
PER (x)	nm	27.9	13.5	12.6
PBV (x)	0.8	0.8	0.8	0.7
Dividend yield (%)	1.4	1.4	2.6	2.8
ROE (%)	2.2	3.4	5.6	5.9
YE No. of shares (million)	4,410	4,410	4,410	4,410
Par (Bt)	0.5	0.5	0.5	0.5

Source: Company data, FSS estimates

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



หลายปัจจัยหนุนราคาน้ำตาลและกำไรปี 2022

จากประชุมนักวิเคราะห์เมื่อวันศุกร์ โททอบวก จากผลผลิตน้ำตาลของบราซิลที่ลดลงต่ำกว่าคาด เพราะความแปรปรวนของอากาศ ทำให้แนวโน้มภาวะน้ำตาลโลกปี 2021/22 จะขาดดุลเป็นปีที่ 3 ติดต่อกัน แต่ราคาน้ำตาลได้รับรู้ประเด็นบวกดังกล่าวแล้ว เพราะราคาน้ำตาล 2021YTD ปรับขึ้นถึง 34% Y-Y อย่างไรก็ตาม เรายังมองว่าราคาน้ำตาลหลังจากนี้น่าจะยังทรงตัวสูง แกว่งตัวอยู่ในกรอบ 17.5-19.5 เซนต์ต่อปอนด์ จาก 3 เหตุผลคือ Demand กลับมาฟื้นตัวหลัง COVID-19 คลี่คลาย, การส่งออกน้ำตาลของอินเดียมีแนวโน้มลดลง และยังคงติดตามผลผลิตอ้อยไทยอาจฟื้นน้อยกว่าที่คาด หากผลผลิตเสียหายจากปริมาณน้ำในปีนี้ที่มากขึ้น ขณะที่คาดกำไรสุทธิปี 2022 จะกลับมาสดใสและระดับ 1 พันลบ.ครั้งแรกในรอบ 5 ปี จากราคาขายที่สูงขึ้น และผลผลิตอ้อยมากขึ้น ยังคงเป้าปี 2022 ที่ 4.7 บาท แนะนำเก็งกำไร

ขาดผลผลิตน้ำตาลโลกปีหน้าจะขาดดุลเป็นปีที่ 3 ติดต่อกัน

คาดการณ์ภาวะน้ำตาลโลกปีหน้า 2021/22 ยังขาดดุลราว -2-3 ล้านตัน ถือเป็นการขาดดุลปีที่ 3 ติดต่อกัน โดยหลักมาจากปัญหาความผันผวนของสภาพอากาศจากภัยแล้งในช่วงก่อนหน้า ทำให้ตลาดคาดการณ์ผลผลิตน้ำตาลของบราซิล 2021/22 ไว้ที่ 32 ล้านตัน (-17% Y-Y) ถัดมาได้เผชิญกับอากาศแปรปรวนเป็นหนาวเย็น ล่าสุดมีการปรับลดผลผลิตลงเหลือ 28 ล้านตัน (-27.3% Y-Y) ปัจจุบันเก็บไปแล้ว 70% จะเก็บเสร็จในช่วงปลายปี ขณะที่คาดการณ์อินเดียจะทรงตัวอยู่ที่ 31.5 ล้านตัน แต่อาจมีปัจจัยหนุนที่การส่งออกอาจลดลงจาก 6.6 ล้านตันในปี 2020/21 มาอยู่ที่ 2-3 ล้านตันในปี 2021/22 หลังราคาน้ำตาลโลกปรับขึ้น และมีความเป็นไปได้ที่จะไม่มี Subsidy จากภาครัฐเหมือน 2 ปีที่ผ่านมา (ซึ่งเป็นช่วงราคาน้ำตาลตกต่ำ ขณะที่ต้นทุนในอินเดียสูงกว่าราคาตลาดโลก) สุดท้ายคือ ผลผลิตอ้อยไทยปี 2021/22 คาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 85-90 ล้านตัน จาก 66 ล้านตันในปี 2020/21 ปรับขึ้นครั้งแรกในรอบ 4 ปี แต่ยังไม่เพียงพอที่จะทำให้ภาวะน้ำตาลโลกพลิกเป็นเกินดุลได้

มองราคาน้ำตาลเริ่มสะท้อนประเด็นบราซิลไปแล้ว แต่คายังทรงตัวสูงได้

เรามองว่าราคาน้ำตาลโลก 2021YTD เฉลี่ยที่ 17.21 เซนต์ต่อปอนด์ ปรับขึ้นมาแล้ว 11% YTD และ +34% Y-Y และปัจจุบันราคาเฉลี่ยเดือน ก.ย. อยู่ที่ 19.38 เซนต์ต่อปอนด์ ทรงตัว M-M ได้เริ่มสะท้อนประเด็นผลผลิตของบราซิลลดลงต่ำกว่าคาดไปแล้ว อย่างไรก็ตาม เรายังมองว่าแนวโน้มราคาน้ำตาลหลังจากนี้น่าจะยังทรงตัวสูงอยู่ในกรอบ 17.5-19.5 เซนต์ต่อปอนด์ โดยมี 3 Catalyst หลักคือ 1. คาดหวัง Demand กลับมาฟื้นตัว หลัง COVID-19 คลี่คลาย 2. ปริมาณการส่งออกจากอินเดียจะลดลงหลังไม่มี Subsidy และเริ่มนำอ้อยไปผลิตเอทานอลมากขึ้น และ 3. การฟื้นตัวของผลผลิตอ้อยไทยอาจต่ำกว่าคาด หากผลผลิตเสียหายจากปริมาณน้ำในปีนี้ที่เยอะขึ้น

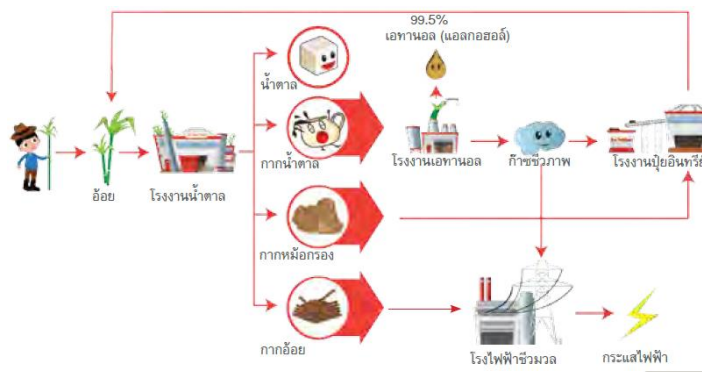
ผลการดำเนินงานจะฟื้นกลับมาและระดับ 1 พันลบ.ในปี 2022

ปัจจุบันอนท.ได้ทยอยล็อกราคาขายน้ำตาลส่งออกในปี 2022 ไปแล้วราว 30% ที่ราคาเฉลี่ย (รวม Premium) 19.5 เซนต์ต่อปอนด์ (+12% Y-Y) คาดว่าบริษัทจะทยอยล็อกในปริมาณและราคาขายที่ใกล้เคียงหรืออาจสูงกว่าอนท.เล็กน้อย กอปรกับปริมาณขายน้ำตาลที่จะกลับมาดีขึ้น จากทั้งปริมาณอ้อยที่สูงขึ้น และความต้องการบริโภคฟื้นตัวหลัง COVID-19 คลี่คลาย นอกจากนี้ ปริมาณอ้อยที่มากขึ้น จะส่งผลบวกต่อไปยังธุรกิจต่อเนื่องทั้งโรงไฟฟ้า และเอทานอล ทำให้มีเชื่อเพลิงมากขึ้น ลดการซื้อเชื่อเพลิงจากภายนอก จึงคาดเห็นการฟื้นตัวทั้งรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นในปี 2022 กลับมาสดใสอีกครั้ง และคาดกำไรสุทธิปี 2022 จะเติบโตกลับสู่ระดับ 1,181 ลบ. (+106% Y-Y) ระยะสั้นคาดว่ากำไร 4Q21 (ส.ค.-ต.ค.) จะยังไม่สดใส เพราะเป็น Low Season และจะกลับมาฟื้นตั้งแต่ 1Q22 (พ.ย.21-ม.ค.22) เป็นต้นไป ยังคงราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 4.7 บาท (อิง PBV 1 เท่า) และแนะนำเก็งกำไรตามราคาน้ำตาลตลาดโลก

Company Overview

KSL เป็นกลุ่มผู้ผลิตและจำหน่ายน้ำตาลทรายใหญ่เป็นอันดับ 3 ของประเทศ โดยมีกลุ่มธุรกิจทั้งหมด 5 โรงงานตั้งอยู่ที่ น้ำพอง จ.ขอนแก่น 1 โรง, วังสะพุง จ.เลย 1 โรง, ท่ามะกา จ.กาญจนบุรี 2 โรง และ จ.ชลบุรี 1 โรง ซึ่งสามารถแบ่งผลิตภัณฑ์น้ำตาลออกเป็น 5 ประเภทได้แก่ น้ำตาลทรายดิบ, น้ำตาลทรายดิบคุณภาพสูง, น้ำตาลทรายขาว, น้ำตาลทรายขาวบริสุทธิ์ และน้ำเชื่อม มีกำลังการผลิตในไทย 131,500 ตันต่อวัน และยังมีโรงงานน้ำตาลที่สหพันธรัฐ ประเทศลาว (3,000 ตันต่อวัน) และที่เกาะกง ประเทศกัมพูชา (6,000 ตันต่อวัน)

นอกจากนี้ยังมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องเช่น ธุรกิจเอทานอล, โรงงานผลิตก๊าซชีวภาพ, โรงงานผลิตปุ๋ยอินทรีย์ และโรงไฟฟ้า ซึ่งเป็นการนำผลพลอยได้จากกระบวนการที่บอ้อยไปใช้เป็นวัตถุดิบ เช่น กากน้ำตาล น้ำอ้อย กากอ้อย กากหมักรอง หรือน้ำเสียน้ำ



บริษัทมีการเข้าลงทุนในบริษัทร่วม 2 แห่งคือ TSTE และ BBGI ซึ่งเป็นบริษัทที่ร่วมทุนกับ บมจ.บางจาก คอร์ปอเรชั่น (BCP) โดย KSL เข้าถือ BBGI ในสัดส่วน 40% ซึ่งดำเนินธุรกิจเป็น Holding company ที่ลงทุนในธุรกิจผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์ชีวภาพได้แก่ การผลิตไบโอดีเซล (330 ล้านลิตรต่อปี), การผลิตเอทานอลจากกากน้ำตาลที่โรงงานน้ำพอง (49.5 ล้านลิตรต่อปี) และการผลิตเอทานอลจากกากน้ำตาลที่โรงงานบ่อพลอย (99 ล้านลิตรต่อปี)

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2022 ของ KSL อิง PBV 1 เท่า สอดคล้องกับค่าเฉลี่ยของบริษัท ซึ่ง Implied เป็น PE ที่ 17.4 เท่า ใกล้เคียง PE เฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังที่ราว 17.5 เท่า

ESG

Environment

- ผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมที่สำคัญของกระบวนการผลิตน้ำตาลทรายเกิดจากน้ำเสียที่ใช้ในกระบวนการผลิต และฝุ่นซึ่เกิดขึ้นจากการเผาไหม้ของหม้อไอน้ำ ซึ่งบริษัทได้คำนึงถึงและหามาตรการป้องกันเพื่อไม่ให้เกิดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม และให้เป็นไปตามมาตรฐานของกระทรวงอุตสาหกรรม
- ในธุรกิจผลิตไฟฟ้า บริษัทได้ผ่านการศึกษผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม (EIA) สำหรับโรงงานที่ขอนแก่นได้รับการขึ้นทะเบียนกับ CDM Executive Board เพื่อรับการสนับสนุนให้เป็นโครงการ CDM (Clean Development Mechanism) ตามอนุสัญญาเกียวโต โปรโตคอล ซึ่งลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก

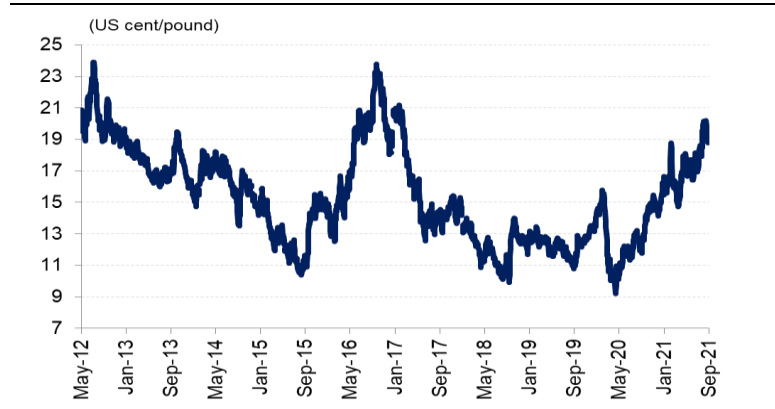
Social

- วัตถุดิบอ้อยถือเป็นหัวใจสำคัญของโรงงานน้ำตาล บริษัทจึงให้ความสำคัญกับชาวไร้อ้อย โดยทำให้ชาวไร้อ้อยได้รับผลตอบแทนที่ดีในระยะยาว, สนับสนุนทางการเงินแก่ชาวไร่ รวมถึงเข้าใจและทราบปัญหาของชาวไร่โดยตรง สามารถเข้าไปช่วยเหลือได้ทันทีเพื่อสร้างแรงจูงใจให้กับชาวไร่ปลูกอ้อยเพื่อป้อนโรงงานต่อไป และเติบโตไปพร้อมกับโรงงาน
- บริษัทให้ความสำคัญกับการพัฒนาอย่างยั่งยืนตามกรอบ GRI (Global Reporting Initiative) ได้ส่งเสริมให้ผู้มีส่วนได้เสียของบริษัทมีส่วนร่วมในการจัดกิจกรรม หรือเข้าไปมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชนและสังคม สนับสนุนกิจกรรมเพื่อพัฒนาคุณภาพชีวิต และเสริมสร้างประโยชน์ของชุมชนและสังคม

Governance

- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการ 20 คน ประกอบกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 10 คน ในจำนวนนี้มีกรรมการอิสระ 6 คน ถือว่าไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด สอดคล้องตามเกณฑ์เพื่อเป็นการถ่วงดุลอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกเสียง และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- คณะกรรมการบริษัทกำหนดหลักเกณฑ์ให้กรรมการของบริษัท และผู้บริหารระดับสูง ต้องรายงานการมีส่วนได้เสียของตนเองและบุคคลที่มีความเกี่ยวข้อง และกำหนดให้มีการทบทวนรายงานภายในเดือนตุลาคมของทุกปี และ/หรือทุกครั้งที่มีการเปลี่ยนแปลงข้อมูล โดยให้ส่งรายงานถึงฝ่ายเลขานุการของบริษัท ภายใน 7 วันทำการ
- บริษัทห้ามไม่ให้กรรมการและผู้บริหารทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทในช่วงระยะเวลา 1 เดือน ก่อนที่การเงินหรือข้อมูลภายในนั้นจะเปิดเผยต่อสาธารณชนและห้ามไม่ให้เปิดเผยข้อมูลที่เป็นสาระสำคัญนั้นต่อบุคคลอื่น

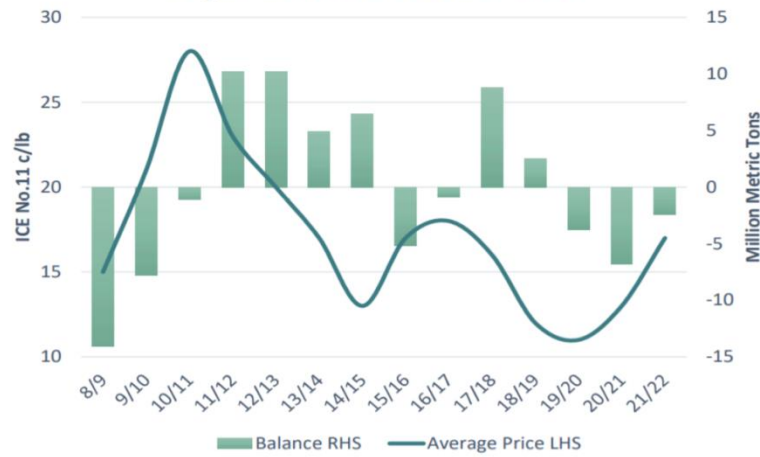
ราคาน้ำตาลทรานติบหน่วยออร์ด



Source: Bloomberg

คาดการณ์ผลผลิตน้ำตาลโลกปี 2021/22 จะขาดดุลเป็นปีที่ 3 แต่ขาดดุลน้อยลง

Sugar Balance vs New York

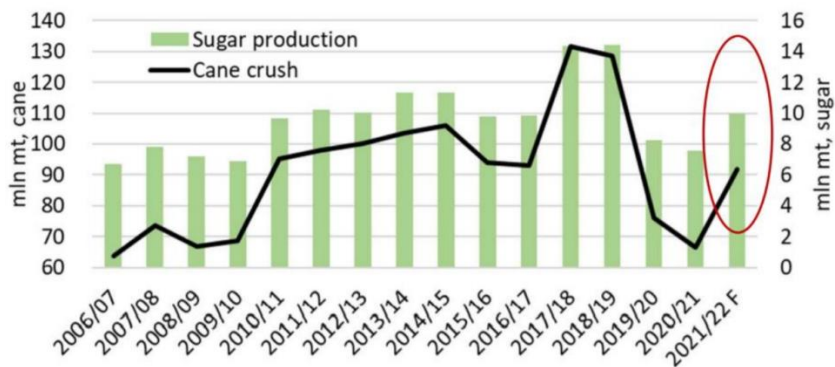


Source: Wilmar

Source: KSL's Presentation (from Wilmar)

คาดการณ์ปริมาณอ้อยไทยปี 2021/22 จะกลับมาเพิ่มขึ้นในรอบ 4 ปี อยู่ที่ 85-90 ล้านตันอ้อย

Thailand: cane crush and sugar production



Source: KSL's Presentation (from Wilmar)

คาดการณ์ผลผลิตน้ำตาลของบราซิลจะลดลงเหลือ 28 ล้านตันในปี 2021/22

Major Countries Production		Tel Quel								
Country/Region	Crop year	17/18	18/19	19/20	20/21 F	21/22 (drought)	21/22F (frost)	Y-o-Y change		
CS Brazil	Apr/Mar	36.1	26.5	26.6	38.5	32.0	28.0	↓	-6.5	
India	Oct/Sep	32.2	33.1	27.4	31.0	31.5	31.5	↑	0.5	
EU (28) incl. ethanol	Oct/Sep	21.1	17.6	17.3	15.6	16.8	16.8	↑	1.3	
Thailand	Dec/Nov	14.7	14.6	8.2	7.4	9.9	9.9	↑	2.5	
China	Oct/Sep	10.3	10.7	10.4	10.7	10.2	10.2	↓	-0.5	
US	Oct/Sep	8.4	8.2	7.4	8.2	8.2	8.2	↑	0.0	
Mexico	Oct/Sep	6.0	6.5	5.3	5.7	5.9	5.9	↑	0.2	
Central America	Nov/Oct	5.6	5.9	5.7	5.5	5.7	5.7	↑	0.3	
Pakistan	Oct/Sep	6.5	5.2	5.0	5.6	6.3	6.3	↑	0.6	
Russia	Aug/Jul	6.5	6.2	7.9	5.2	6.2	6.2	↑	1.0	
Australia	Jun/May	4.3	4.5	4.1	4.2	4.2	4.2	↑	0.0	
NE Brazil	Sept/Aug	2.6	2.5	2.8	3.0	3.0	3.0	↑	0.0	
Egypt	Jan/Dec	2.2	2.5	2.3	2.5	2.5	2.5	↑	0.0	
Indonesia	May/Apr	2.2	2.2	2.3	2.0	2.2	2.2	↑	0.2	
Ukraine	Aug/Jul	2.1	1.8	1.5	1.2	1.5	1.5	↑	0.3	
South Africa	May/Apr	2.1	2.2	2.3	2.2	2.2	2.2	↑	0.0	
Total		162.8	150.1	136.4	148.4	148.2	144.2	↓	-0.2	
Global Production	Oct/Sep, rv	191.4	186.5	179.4	178.4	184.5	180.5	↑	6.1	
Global Consumption	Oct/Sep, rv	182.4	184.3	183.3	185.2	186.9	186.9	↑	1.8	
Global SND	Oct/Sep, rv	9.01	2.21	-3.90	-6.81	-2.42	-6.42	↑	4.39	

Source: KSL's Presentation (from Wilmar)

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการจัดหาวัตถุดิบ

อ้อยถือเป็นวัตถุดิบหลักของบริษัท และเป็นหัวใจของกระบวนการผลิตน้ำตาล และต่อยอดไปยังธุรกิจอื่นๆที่ใช้ผลิตภัณฑ์ผลพลอยได้และของเสียที่ได้จากกระบวนการผลิตน้ำตาลมาเป็นวัตถุดิบเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่ม ในขณะที่ความผันผวนของปริมาณอ้อยเกิดจาก 2 สาเหตุคือ ปริมาณพื้นที่เพาะปลูกอ้อยน้อยลง และผลผลิตอ้อยต่อพื้นที่เพาะปลูกลดลง จากสภาพอากาศที่เปลี่ยนแปลงไป ดังนั้นหากปริมาณอ้อยลดลง อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญได้

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาน้ำตาลตลาดโลก

น้ำตาลถือเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ที่มีความผันผวนของราคาค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับสินค้าเกษตรชนิดอื่นๆ โดยขึ้นอยู่กับอุปสงค์ อุปทาน การเก็งกำไรของนักเก็งกำไร นโยบายภาครัฐทั้งในแง่การส่งเสริม การแทรกแซง ของประเทศผู้ผลิตและส่งออกน้ำตาล อีกทั้งยังมีความสัมพันธ์กับราคาน้ำมันด้วย ซึ่งหากราคาน้ำตาลตลาดโลกปรับตัวลดลงมาก จะเป็นลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

ความเสี่ยงจากนโยบายภาครัฐ

อุตสาหกรรมอ้อยและน้ำตาลในประเทศไทยอยู่ภายใต้การควบคุมและกำกับดูแลโดยคณะกรรมการอ้อยและน้ำตาลทราย ภายใต้พรบ.อ้อยและน้ำตาลทราย พ.ศ. 2527 ซึ่งมีการกำหนดการจัดสรรช่องทางการจำหน่ายน้ำตาลออกเป็นระบบสัดส่วนปริมาณน้ำตาลขายในประเทศและขายต่างประเทศ การจัดการราคา รวมถึงการจัดสรรส่วนแบ่งรายได้ของระบบระหว่างโรงงานน้ำตาลและเกษตรกรชาวไร่อ้อย ภายใต้ระบบแบ่งปันผลประโยชน์ 70 : 30 และการควบคุมการเปิดโรงงานน้ำตาล เป็นต้น จะเห็นว่านโยบายต่างๆล้วนส่งผลกระทบต่อต้นทุนการผลิต และผลประกอบการของบริษัท

ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

เนื่องจากบริษัทมีรายได้จากการส่งออกน้ำตาลราว 70-80% ในขณะที่บริษัทมี Natural Hedge บางส่วนจากระบบแบ่งปันผลประโยชน์ ทำให้ต้นทุนค่าอ้อยของบริษัทถูกคำนวณจากรายได้ที่รวมผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยนแล้ว ถือว่ามีอัตราแลกเปลี่ยนไปในทิศทางเดียวกัน

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn) Ended-Oct	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	17,855	11,853	10,394	14,057	14,543
Cost of sales	14,230	10,082	8,843	11,217	11,634
Gross profit	3,625	1,771	1,551	2,839	2,909
SG&A	1,625	1,223	826	1,420	1,469
Operating profit	2,000	548	725	1,420	1,440
Other income	649	248	276	295	305
EBIT	1,236	324	963	1,540	1,566
EBITDA	2,440	1,404	2,068	2,671	2,721
Interest charge	710	497	421	407	401
Tax on income	149	-67	116	283	233
Earnings after tax	376	-106	426	850	932
Minority interest	8	-15	-3	7	7
Normalized earnings	235	421	695	1,181	1,272
Extraordinary items	586	-503	-123	0	0
Net profit	822	-83	572	1,181	1,272

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net profit	822	-83	572	1,181	1,272
Deprec. & amortization	1,205	1,080	1,105	1,130	1,155
Change in working capital	2,642	747	589	-737	-108
Other adjustments	-142	-28	-289	-266	-338
Cash flow from operations	4,527	1,717	1,978	1,307	1,981
Capital expenditure	-890	-1,102	-500	-500	-500
Others	655	615	16	-40	-5
Cash flow from investing	-235	-487	-484	-540	-505
Free cash flow	4,292	1,230	1,494	767	1,476
Net borrowings	-1,625	-1,069	-1,631	-863	-700
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	-217	-247	-229	-419	-451
Others	77	-1,475	-539	261	-609
Cash flow from financing	-1,765	-2,790	-2,399	-1,021	-1,760
Net change in cash	2,527	-1,560	-905	-254	-284

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn) Ended-Oct	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	2,431	138	307	269	273
Accounts receivable	1,287	1,203	854	1,155	1,195
Inventory	2,774	2,049	1,817	2,305	2,391
Other current assets	1,023	884	676	914	945
Total current assets	7,515	4,274	3,654	4,643	4,804
Investments	4,356	5,052	5,102	5,152	5,202
Plant, property & equipment	25,868	25,891	25,285	24,655	24,000
Other assets	6,384	5,905	5,032	5,072	5,077
Total assets	44,122	41,122	39,073	39,522	39,083
Short-term loans	4,880	6,913	5,815	5,452	5,252
Accounts payable	1,283	1,191	969	1,229	1,275
Current maturities	5,485	3,224	2,500	2,450	2,000
Other current liabilities	170	60	83	112	116
Total current liabilities	11,818	11,388	9,367	9,244	8,643
Long-term debt	11,761	8,631	8,131	7,631	7,131
Other non-current liab.	1,521	1,557	884	1,195	1,236
Total non-current liab.	13,282	10,188	9,015	8,826	8,367
Total liabilities	25,100	21,576	18,382	18,070	17,011
Registered capital	2,205	2,205	2,205	2,205	2,205
Paid up capital	2,205	2,205	2,205	2,205	2,205
Share premium	2,946	2,946	2,946	2,946	2,946
Legal reserve	221	221	221	221	221
Retained earnings	13,234	13,655	14,800	15,562	16,182
Minority Interests	417	519	519	519	519
Shareholders' equity	19,022	19,546	20,691	21,453	22,073

Key Ratios (Consolidated)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Growth (%)					
Revenue	0.2	-33.6	-12.3	35.2	3.5
EBITDA	15.0	-42.5	47.3	29.1	1.9
Net profit	-3.1	nm	nm	106.3	7.7
Normalized earnings	58.0	78.8	65.4	69.8	7.7
Profitability (%)					
Gross profit margin	20.3	14.9	14.9	20.2	20.0
EBITDA margin	13.7	11.8	19.9	19.0	18.7
EBIT margin	6.9	2.7	9.3	11.0	10.8
Normalized profit margin	1.3	3.5	6.7	8.4	8.7
Net profit margin	4.6	-0.7	5.5	8.4	8.7
Normalized ROA	0.5	1.0	1.8	3.0	3.3
Normalized ROE	1.3	2.2	3.4	5.6	5.9
Normalized ROCE	3.8	1.1	3.2	5.1	5.1
Risk (x)					
D/E	1.3	1.1	0.9	0.9	0.8
Net D/E	1.2	1.1	0.9	0.9	0.8
Net debt/EBITDA	9.3	15.3	8.7	6.7	6.2
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.19	-0.02	0.13	0.27	0.29
Normalized EPS	0.05	0.10	0.16	0.27	0.29
EBITDA	0.55	0.32	0.47	0.61	0.62
Book value	4.22	4.31	4.57	4.75	4.89
Dividend	0.05	0.05	0.05	0.10	0.10
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Valuations (x)					
P/E	19.4	nm	27.9	13.5	12.6
Norm P/E	67.9	38.0	23.0	13.5	12.6
P/BV	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	15.8	26.6	16.5	12.6	12.0
Dividend yield (%)	1.4	1.4	1.4	2.6	2.8

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500	สำนักงานอัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999	สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พินเกล้า 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 ประชาชีวะ 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 ถนนบรมหัตถ์ทอง 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 เคียนหวน (สีลม 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 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 รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300	สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193		
สาขา ขอนแก่น 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925	สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรธานี 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 ถนนนเรศวร 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 ต.ระกวมอรัญ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323	สาขา อนุสาวรีย์ 22/18 ถ.หลวงพ่อดิลก 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 ปัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุสะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี 073-350-140-4			

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ 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, SRI, 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 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