

# HOLD

# NOBLE (NOBLE TB)

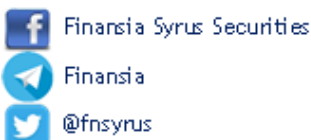
บมจ. โนเบิล ดีเวลลอปเม้นท์

Previous	BUY
<b>2022 Target Price (Bt)</b>	<b>7.00</b>
Price (29/10/2021)	6.55
up/downside (%)	+6.9
SET Index	1,623.43
Sector	Property Development
Foreign limit/actual (%)	49.00/40.48
Free float (%)	49.41
Market cap (Bt m)	8,969.66
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	81.95
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	9.10, 6.20, 7.58
IOD 2020	5
THAI CAC	Declared

Consolidated earnings				
BT (mn)	2019	2020	2021E	2022E
Revenue	14,916	10,723	8,003	9,815
Normalized earnings	2,831	1,789	1,052	1,236
Net profit	3,071	1,878	1,233	1,236
Normalized EPS (Bt)	2.07	1.31	0.77	0.90
EPS (Bt)	2.24	1.37	0.90	0.90
% growth	211.2	-38.8	-34.3	0.2
Dividend (Bt)	2.47	0.87	0.54	0.54
BVshare (Bt)	4.00	4.28	4.64	5.00
EV/EBITDA (x)	4.5	6.2	10.6	10.0
Normalized PER (x)	3.2	5.0	8.5	7.3
PER (x)	2.9	4.8	7.3	7.3
PBV (x)	1.6	1.5	1.4	1.3
Dividend yield (%)	37.7	13.2	8.3	8.3
ROE (%)	56.0	32.0	19.4	18.0
YE No. of shares (million)	1,369	1,369	1,369	1,369
Par (Bt)	1.00	1.00	1.00	1.00

Source: Company data, Finansia estimates

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



## คาด 3Q21 อ่อนแอ รอเวลา take off ใน 2H22

ประเมินกำไรสุทธิ 3Q21 หดตัว 50% Q-Q และ 71% Y-Y จากผลกระทบ COVID และไม่มีคอนโดสร้างเสร็จใหม่ กดดันให้ยอดโอนขาด -77% Q-Q, -60% Y-Y ขณะที่ 4Q21 คาดลดลง Y-Y แต่ทยอยฟื้นตัว Q-Q ตาม Sentiment การขายและโอนที่ดีขึ้นหลังการแพร่ระบาดคลายตัว รวมถึงบันทึกกำไรขาย Noble Remix อย่างไรก็ดี ผลประกอบการจะยังไม่เด่นจนกว่าจะมีคอนโดสร้างเสร็จใหม่ใน 2H22 เนื่องจากสต็อกพร้อมโอนอยู่ระดับไม่สูง เราปรับลดประมาณการปกติปี 2021-2022 ลงเป็น 1 พันล้านบาท (-41% Y-Y) และ 1.2 พันล้านบาท (+18% Y-Y) ตามลำดับ ปรับไปใช้ราคาเหมาะสมปีหน้า 7 บาท และนำถือ หุ่นขาดความน่าสนใจจากงบไม่เด่นต่ออีก 3 ไตรมาส แต่ข้อดีคือปันผลสูง 8%

### ภาพ 3Q21 กดดันจาก COVID และเลื่อนเปิดโครงการใหม่

การแพร่ระบาด COVID-19 ในประเทศที่รุนแรง และมาตรการปิดแคมป์ก่อสร้างในเดือนก.ค. กดดันกิจกรรมการขายชะลอตัวและการเปิดโครงการใหม่ถูกเลื่อนจาก 2Q-3Q21 ออกไปทั้งหมด ส่งผลให้ยอด Presales 3Q21 หดตัวเป็น 1.25 พันล้านบาท (-26% Q-Q, -64% Y-Y) โดยแบ่งเป็นสัดส่วนลูกค้าใกล้เคียงกับ 2Q21 เป็นในประเทศ 65% และต่างประเทศ 35% ของยอดขายรวม อย่างไรก็ดี ใน 4Q21 มีสัญญาณการฟื้นตัวจากการกลับมาเปิดตัวโครงการที่เลื่อนไปบางส่วน จำนวน 3 โครงการ มูลค่ารวม 9.6 พันล้านบาท (เทียบกับ 1Q21 เปิด 2 คอนโด มูลค่า 6.1 พันล้านบาท) เป็นโครงการแนวราบ Noble Townhouse Don Mueang มูลค่า 700 ล้านบาท และ คอนโดอีก 2 แห่งอย่าง Condo Rama 9 (JV) มูลค่า 5.9 พันล้านบาท และ Nue Evo Ari มูลค่า 3 พันล้านบาท ทำให้คาดยอด Presales 4Q21 จะปรับขึ้นเป็น 4-5 พันล้านบาท และทั้งปี 2021 ทำได้ระดับ 1 หมื่นล้านบาท (+46% Y-Y) ตามการเปิดโครงการใหม่ที่เพิ่มขึ้นเป็น 1.57 หมื่นล้านบาท เทียบกับปี 2020 ที่ 1 หมื่นล้านบาท

### คาดการณ์กำไรสุทธิ 3Q21 อ่อนแอ -50% Q-Q, -71% Y-Y

ภาพรวม 3Q21 ไม่สดใส โดยยอดขายโอนลดลง 77% Q-Q และ 60% Y-Y อยู่ที่ 770 ล้านบาท เนื่องจากไม่มีโครงการสร้างเสร็จใหม่ และเป็นเพียงการรับรู้ Backlog ต่อเนื่อง หลักๆ จากโครงการที่เริ่มโอน 4Q20-1Q21 อย่าง Nue Noble แจ้งวัฒนะ และ Noble Ambience Sukhmvit 42 ซึ่งการแพร่ระบาดส่งผลให้ลูกค้าบางส่วนเลื่อนการโอนกรรมสิทธิ์ไปใน 4Q21 นอกจากนี้ รายได้โอนขาดลดลงใกล้เคียงระดับปกติ 75 ล้านบาท เทียบกับฐานสูงใน 1Q21-2Q21 ที่ 200-250 ล้านบาท ซึ่งเป็นมียอดยกเลิกจองคอนโดของส่วนที่ Agent ขายให้ต่างชาติ ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นขายอสังหาริมทรัพย์ที่ 35.6% อย่างไรก็ดี คาดมีการบันทึกกำไรพิเศษจากการปรับมูลค่าค่าธรรมเนียมของ Noble Remix Commercial ราว 200 ล้านบาท ส่งผลให้ประเมินกำไรสุทธิ 3Q21 อยู่ที่ 150 ล้านบาท (-50% Q-Q, -71% Y-Y)

### ปรับลดประมาณการปี 2021-2022 แนวโน้ม 4Q21 ทยอยฟื้นแต่ไม่เด่น

เราปรับลดประมาณการกำไรปกติปี 2021-2022 ลง 41% และ 23% เป็น 1 พันล้านบาท (-41% Y-Y) และ 1.2 พันล้านบาท (+18% Y-Y) ตามลำดับ หลักๆ จากการปรับสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นขายอสังหาริมทรัพย์ลงเป็น 36.5% และ 35.5% ตามลำดับ จากเดิม 39.5% สะท้อนโครงการใหม่ที่กำหนดโอนในปี 2021-2022 มีระดับมาร์จิ้นต่ำลง รวมถึงปรับค่าใช้จ่ายขายต่อรายได้ขึ้นจากสัดส่วนการโอนให้ต่างชาติที่สูงกว่าคาด สำหรับยอดโอนปี 2021 ปรับลงเป็น 6.7 พันล้านบาท (-34% Y-Y) แต่ปรับเพิ่มปี 2022 ขึ้นเป็น 9.5 พันล้านบาท (+40% Y-Y) ตามแผนโอนโครงการใหม่ที่มากขึ้น โดยปัจจุบันมี Backlog รองรับรายได้ปีหน้าแล้ว 53% สำหรับผลประกอบการ 4Q21 เบื้องต้นคาดระดับ 300 ล้านบาท +/- หดตัว Y-Y เนื่องจากยังไม่มีโครงการใหม่โอน แต่ทยอยฟื้นตัว Q-Q ตามยอดโอนดีขึ้นเป็น 1.6 พันล้านบาท ด้วยมุมมองอนุรักษ์นิยมโดยรับรู้ราว 70% ของ Backlog ที่รอรับรู้ภายในปี 2.4 พันล้านบาท รวมถึงการขาย Noble Remix Commercial ซึ่งคาดบันทึกกำไรขั้นต้นที่ 300 ล้านบาท

### ปรับไปใช้เป้าหมายปีหน้า 7 บาท และนำเพียงถือรับปันผล

เราปรับไปใช้ราคาเหมาะสมปี 2022 ที่ 7 บาท (อิง PER เดิม 7.6x) ราคาหุ้นมี Upside จำกัด บวกกับระยะสั้นถูกกดดันจากงบ 3Q21 ที่อ่อนแอ ขณะที่ปี 2022 ภาพกำไรไตรมาสยังทรงตัวไม่สูงจนถึง 2H22 ที่จะเด่นขึ้นจากการเริ่มโอนคอนโดใหม่ 5 แห่ง แม้มีปัจจัยบวกต่อภาพอุตสาหกรรมอย่างการผ่อนคลายมาตรการ LTV ถึงปลายปี 2022 แต่ NOBLE มีข้อจำกัดจากสต็อกในมือที่พร้อมโอนไม่สูงโดยในปี 2.4 พันล้านบาท และปีหน้า 2.8 พันล้านบาท เราปรับลดคำแนะนำเป็นถือรับปันผลด้วยผลตอบแทนคาด 8.3% ต่อปี โดยคาด 2H21 จ่าย 0.20 บาท/หุ้น Yield 3%

**Company Overview**

NOBLE ประกอบธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อขาย ได้แก่ บ้านเดี่ยว, ทาวน์เฮ้าส์, คอนโดทั้งแนวราบ และตึกสูง โดยพอร์ตหลักเป็นคอนโดที่มีจุดเด่นคือ ทำเลกลางเมืองที่มีศักยภาพสูง ตั้งอยู่ตามแนวรถไฟฟ้าสายหลัก เน้นระดับ Mid-to-High End

จุดเปลี่ยนที่สำคัญในปี 2019 จากการเปลี่ยนโครงสร้างผู้ถือหุ้นใหญ่ นำโดยนายรัชชัย บุศราพันธ์ ผู้มีประสบการณ์แวดวงอสังหาฯ คู่กับนายแฟรงค์ ฟง คีน เหลียง (Fulcrum) ที่เป็นผู้นำขายอสังหาฯ ไปต่างประเทศ พร้อมพันธมิตรอย่าง BTS ที่เป็น Landlord เดินหน้าปรับกลยุทธ์และแผนการดำเนินงานเชิงรุกเพื่อการเติบโตอย่างยั่งยืน ด้วยการมุ่งขายอสังหาฯ ไปต่างประเทศ ด้วยการดึงความแข็งแกร่งของ Fulcrum Global ที่มีฐานลูกค้าโดยเฉพาะชาวจีนและฮ่องกง บวกกับร่วมลงทุน JV คอนโดใหม่กับ Hongkong Land และล่าสุด ร่วมลงทุนกับ SAWAD เพื่อโอกาสเติบโตแนวตั้ง จากการเข้าถึงทรัพย์สินในราคาที่เหมาะสม

**Valuation Methodology**

เราประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของ NOBLE ด้วยวิธี Relative valuation อิง PE Multiplier ปี 2021 ที่ 7.6 เท่า และเทียบเท่าค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังที่ 4.9 เท่า +1.0SD คำนวณราคาเหมาะสมปี 2022 เท่ากับ 7 บาท

NOBLE ทำอัตรากำไรขั้นต้นการขายอสังหาฯ และ ROE สูงสุดในกลุ่ม รวมถึงทิศทางการขายอสังหาฯ แนวโน้มจะดีขึ้นต่อเนื่อง จากการโอนคอนโดใหม่ และระบายสต็อกไปมากในช่วงก่อนหน้า อย่างไรก็ตาม ฐานะการเงินด้อยกว่ากลุ่มฯ จากอัตรานี้สินต่อทุน (D/E) สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ แต่ยังคงต่ำกว่า Covenant

**ESG**

**Environment**

- ส่งเสริมให้มีการดูแลรักษาสิ่งแวดล้อม และมีแนวปฏิบัติที่เป็นรูปธรรม โดยให้ความสำคัญกับการดำเนินธุรกิจภายใต้มาตรฐานสิ่งแวดล้อมกำหนดไว้อย่างเคร่งครัด
- ให้ความสำคัญต่อการมีส่วนร่วมในการดูแลรักษาสิ่งแวดล้อม และช่วยลดการใช้พลังงาน ในโครงการแต่ละประเภท อาทิ การออกแบบบ้านภายใต้แนวคิดเกี่ยวกับธรรมชาติ, การก่อสร้างคอนโดภายใต้แนวคิด Crash-pads ใกล้เคียงทางรถไฟ หรือคมนาคมที่ไม่มีไฟแดงเพื่อลดภาวะโลกร้อน

**Social**

- สนับสนุน ส่งเสริมให้ผู้บริหาร และพนักงานมีความรับผิดชอบต่อสังคม โดยปฏิบัติตามนโยบายและกฎระเบียบในการดูแลสังคมที่กำหนดไว้อย่างเคร่งครัด
- ดำเนินกิจกรรมเพื่อสังคม อาทิ สร้าง Noble ID เพื่อสานสัมพันธ์กับลูกค้า, ร่วมจัดทำโครงการเพื่อร่วมกันพัฒนาชุมชนและตอบแทนสังคมอย่างสม่ำเสมอ อาทิ สนับสนุนกิจกรรม Ted X Charoenkrung, มอบสิ่งของและเงินสนับสนุนกิจกรรม

**Governance**

- มีนโยบายปฏิบัติเพื่อสนองประโยชน์ร่วมกันทั้งบริษัท และผู้มีส่วนได้เสียทั้งภายในและภายนอก อาทิ ผู้ถือหุ้น ลูกค้า พนักงาน คู่แข่ง คู่ค้า เจ้าหนี้ ภาครัฐ และหน่วยงานอื่นๆที่เกี่ยวข้อง โดยคณะกรรมการบริษัทได้กำหนดนโยบาย และแนวปฏิบัติไว้อย่างชัดเจน ซึ่งระบุในนโยบายการกำกับดูแลกิจการ และจรรยาบรรณธุรกิจ
- มุ่งมั่นในการดำเนินธุรกิจด้วยความซื่อสัตย์ สุจริต มีคุณธรรม โปร่งใส และไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชันทุกรูปแบบ รวมถึงไม่ให้ผู้บริหารและพนักงานทุจริตคอร์รัปชันและจ่ายสินบนเพื่อประโยชน์ทางธุรกิจ

**3Q21 Earnings Results**

(Bt mn)	3Q21E	2Q21	%Q-Q	3Q20	%Y-Y
Revenue	845	2,025	-58.3	3,362	-74.9
Costs	560	1,324	-57.7	2,107	-73.4
Gross profit	285	701	-59.3	1,255	-77.3
SG&A costs	302	468	-35.5	561	-46.2
Interest charge	58	60	-3.1	58	-0.8
Norm profit	-50	299	-116.8	520	-109.7
Net profit	150	302	-50.4	524	-71.5
Gross margin (%)	33.8	34.6	-0.8	37.3	-3.6
Norm earnings margin (%)	-6.0	14.8	-20.7	15.5	-21.4
Net profit margin (%)	17.7	14.9	2.8	15.6	2.1

Source: Finansia Estimate

**Figure 1: Key Assumptions**

Key Assumptions	New Assumptions		Old Assumptions		%Change	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
Transfer (mn)	6,743	9,465	8,334	7,495	-19.1%	26.3%
%Prop GPM	36.5%	35.5%	39.5%	39.5%	-3.0%	-4.0%
SG&A to sale (%)	21.8%	21.3%	15.8%	18.4%	6.1%	2.9%
Normalized Profit (mn)	1,052	1,236	1,790	1,610	-41.2%	-23.2%
Net Profit (mn)	1,233	1,236	1,790	1,610	-31.1%	-23.2%

Source: Finansia Research

**Figure 2: 9 Condo projects expected to transfer in 2021-2024**

Project	Value (MB)	Sold	Transfer
Noble Ambience Sukhumvit 42	1,700	94%	1Q21
Noble State 39	3,300	44%	3Q22
Nue Noble Srinakarin-Lasalle	2,400	61%	3Q22
Nue Noble Ngamwongwan	1,900	62%	4Q22
Noble Around Ari	4,400	49%	4Q22
Nue Noble Centre Bangna	700	92%	4Q22
Nue Noble Fai Chai-Wanglang	1,100	43%	3Q23
Nue Noble Ratchada-Lat Phrao (JV)	2,000	55%	4Q23
Nue Form Thonglor	5,400	10%	4Q24

Sources: Company data, Finansia Research

**Figure 3: New Projects in 2021-2022**

Project	Product	Launch	Value (MB)
Noble Form Thonglor	Condo High Rise	1Q21	5,400
Nue Noble Centre Bangna	Condo Low Rise	1Q21	700
Nue Townhouse @ Don Mueang	Townhouse	4Q21	700
Rama 9 (JV U City)	Condo High Rise	4Q21	5,900
Nue Evo Ari	Condo High Rise	4Q21	3,000
The Embassy at Wireless (JV)	Condo High Rise	Y2022	9,800
Nue Condo @ Don Mueang	Condo Low Rise	Y2022	2,400
Ekkamai-Ram Intra – Townhouse (JV)	Townhouse	1Q22	3,600
Ekkamai-Ram Intra – Land Plot (JV)	Land Plot	1Q22	1,100
Khu Khot (JV)	Condo High Rise	1Q22	10,000
Suksawad Condo (JV)	Condo High Rise	Y2022	1,400
Suksawat Townhouse (JV)	Townhouse	Y2022	1,200
Ratburana Townhouse (JV)	Townhouse	Y2022	1,900
Ratburana Condo (JV)	Condo High Rise	Y2022	2,700

Source: Company data, Finansia Research

## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

### ความเสี่ยงจากเศรษฐกิจโลกและเศรษฐกิจภายในประเทศ

เศรษฐกิจไทยภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่มีความสัมพันธ์โดยตรงต่อการเติบโตของเศรษฐกิจ เนื่องจากจะส่งผลกระทบต่อ การตัดสินใจซื้อหรือลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ของผู้บริโภค ทั้งจากในประเทศและต่างประเทศ

### ความเสี่ยงจากความผันผวนทางเศรษฐกิจ จากการระบาดของไวรัส COVID-19

การแพร่ระบาดของ COVID-19 ส่งผลให้เศรษฐกิจชะลอตัว โดยเฉพาะไทยที่พึ่งพาเศรษฐกิจจีน ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในปี 2020 เนื่องจากมีสัดส่วนลูกค้าต่างชาติ 30-40% หลักๆเป็นชาวจีนและฮ่องกง

### ความเสี่ยงจากราคาสต็อกก่อสร้างและต้นทุนการก่อสร้าง

ราคาสต็อกก่อสร้างที่มีแนวโน้มปรับสูงขึ้น และความต้องการในอุตสาหกรรมแรงงานที่เพิ่มขึ้น อาจส่งผลกระทบต่อปัญหา การขาดแคลนแรงงาน และค่าจ้างแรงงานเพิ่มขึ้น กัดดันต่อความสามารถในการก่อสร้าง และความสามารถในการทำกำไรของบริษัท

### ความเสี่ยงจากราคาที่ดิน

การจัดหาที่ดินที่มีศักยภาพเป็นปัจจัยสำคัญในการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ ขณะที่การแข่งขันในการจัดซื้อที่ดินและ ราคาที่ดินที่ปรับสูงขึ้นมาก ส่งผลให้ต้นทุนที่ดินเกินกว่าที่ประมาณการไว้ อาจทำให้การพัฒนาโครงการยากมากขึ้น, อัตรากำไรขั้นต้นลดลง และเพิ่มความเสี่ยงในการขาย

### ความเสี่ยงจากความล่าช้า คุณภาพ ผลงานของผู้รับเหมา และการขาดแคลนแรงงาน

การจัดหาผู้รับเหมาก่อสร้างที่มีคุณภาพ และสามารถส่งมอบงานได้ตามมาตรฐานของบริษัทเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม หากการก่อสร้างล่าช้ากว่าแผนจะกระทบต่อแผนการส่งมอบต่อลูกค้า และส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน

### ความเสี่ยงจากผลประกอบการในอนาคตไม่ตรงตามเป้าหมาย

ความสามารถในการพัฒนาโครงการ ความสำเร็จในการเปิดขายโครงการ และการโอนกรรมสิทธิ์แก่ผู้ซื้อ เป็นปัจจัยหลักของผลประกอบการ

**Income Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Revenue	5,078	14,916	10,723	8,003	9,815
Cost of sales	2,859	9,404	6,556	5,177	6,367
Gross profit	2,219	5,512	4,166	2,826	3,448
SG&A	1,177	1,774	1,790	1,747	2,091
Operating profit	1,043	3,738	2,377	1,079	1,357
Other income	74	123	173	600	300
EBIT	1,117	3,860	2,549	1,679	1,657
EBITDA	1,197	3,915	2,609	1,744	1,727
Interest charge	221	274	225	230	245
Tax on income	248	755	507	362	282
Earnings after tax	648	2,831	1,789	1,052	1,236
Minority Interests	0	0	0	0	0
Norm profit	648	2,831	1,789	1,052	1,236
Extraordinary items	339	241	90	181	0
Net profit	987	3,071	1,878	1,233	1,236

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Net profit	648	2,831	1,789	1,052	1,236
Depreciation etc.	78	54	60	65	70
Change in working capital	-351	4,785	2,124	22	-161
Other adjustments	0	0	0	0	0
Cash flow from operation	375	7,670	3,973	1,140	1,145
Capital expenditures	-571	646	-1,266	-2,846	784
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from investing	-571	646	-1,266	-2,846	784
Free cash flow	-197	8,317	2,706	-1,706	1,929
Net borrowings	577	-2,914	-1,128	1,729	-380
Equity capital raised	0	-17	12	0	0
Dividend paid	261	-5,282	-1,417	-559	-742
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	838	-8,213	-2,533	1,170	-1,122
Net Change in cash	641	103	173	-537	808

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Cash and equivalent	1,721	1,702	1,869	1,334	2,141
Accounts receivable	520	1,436	406	320	393
Inventory	20,743	16,048	13,565	13,085	14,480
Other current asset	408	446	349	264	324
Total current assets	23,392	19,633	16,189	15,002	17,337
Investment	17	565	1,156	3,900	3,000
PPE	2,148	1,022	1,644	1,679	1,725
Other assets	395	411	209	160	245
Total Assets	25,953	21,631	19,198	20,742	22,308
Short term loan	1,070	0	0	0	0
Account payable	1,125	1,106	1,012	777	955
Current maturities	3,073	3,067	1,843	1,987	2,108
Other current liabilities	3,577	4,538	2,911	2,481	3,632
Total current liabilities	8,844	8,710	5,766	5,244	6,695
Long term debt	9,071	7,233	7,328	8,913	8,412
Other LT liabilities	89	209	240	228	350
Total liabilities	18,004	16,152	13,334	14,385	15,457
Registered capital	1,369	1,369	1,712	1,712	1,712
Paid-up capital	1,369	1,369	1,369	1,369	1,369
Share Premium	69	69	69	69	69
Legal reserve	145	145	159	159	159
Retained earnings	6,372	3,920	4,278	4,772	5,266
Others	-8	-25	-13	-13	-13
Minority Interest	1	1	1	1	1
Shareholders' equity	7,948	5,479	5,864	6,357	6,851

**Important Ratios (Consolidated)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>Growth (%)</b>					
Revenue	-47.5	193.7	-28.1	-25.4	22.6
EBITDA	-60.8	227.1	-33.3	-33.1	-1.0
Net profit	-55.3	211.2	-38.8	-34.3	0.2
Normalized earnings	-70.2	336.6	-36.8	-41.2	17.5
<b>Profitability (%)</b>					
Gross profit margin	43.7	37.0	38.9	35.3	35.1
EBITDA margin	23.6	26.2	24.3	21.8	17.6
EBIT margin	22.0	25.9	23.8	21.0	16.9
Normalized profit margin	12.8	19.0	16.7	13.1	12.6
Net profit margin	19.4	20.6	17.5	15.4	12.6
Normalized ROA	2.5	13.1	9.3	5.1	5.5
Normalized ROE	12.4	56.0	32.0	19.4	18.0
Normalized ROCE	5.8	23.8	14.0	8.0	7.9
<b>Risk (x)</b>					
DE	2.3	2.9	2.3	2.3	2.3
Net D/E	2.0	2.6	2.0	2.1	1.9
Net debt/EBITDA	13.6	3.7	4.4	7.5	7.7
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	0.72	2.24	1.37	0.90	0.90
Normalized EPS	0.47	2.07	1.31	0.77	0.90
EBITDA	0.87	2.86	1.91	1.27	1.26
Book value	5.80	4.00	4.28	4.64	5.00
Dividend	2.30	2.47	0.87	0.54	0.54
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	9.1	2.9	4.8	7.3	7.3
Norm P/E	13.8	3.2	5.0	8.5	7.3
P/BV	1.1	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	17.1	4.5	6.2	10.6	10.0
Dividend yield (%)	35.1	37.7	13.2	8.3	8.3

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.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p>	<p><b>สาขา เคียนหวน (สีลม 2)</b> 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ 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.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300</p>	<p><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</p>		
<p><b>สาขา ขอนแก่น</b> 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมวังแก่นนคร) 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 ต.ระกอบสมอราย 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 ตรัง</b> 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219</p>	<p><b>สาขา ปัตตานี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุสะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี 073-350-140-4</p>			

**คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน**

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

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

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LI, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, 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