

BUY

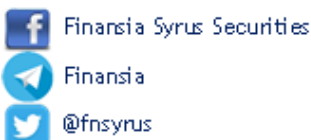
บมจ. ช.การช่าง

Previous	BUY
2022 Target Price (Bt)	26.00
Price (03/11/2021)	21.00
up/downside (%)	+23.8
SET Index	1,611.92
Sector	Construction Services
Foreign limit/actual (%)	25.00/6.45
Free float (%)	65.12
Market cap (Bt m)	35,571.83
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	182.67
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	22.10, 14.90, 18.44
IOD 2020	5
THAI CAC	N/A

Consolidated earnings				
BT (mn)	2019	2020	2021E	2022E
Revenue	23,010	16,746	11,991	18,609
Normalized profit	963	337	-75	1,163
Net profit	1,778	612	451	1,163
EPS (Bt) - norm	0.57	0.20	-0.04	0.69
EPS (Bt)- reported	1.05	0.36	0.27	0.69
% growth y-y	-28.7	-65.6	-26.4	158.1
Dividend/share (Bt)	0.40	0.20	0.11	0.27
BV/share (Bt)	16.17	15.26	15.42	15.83
EV/EBITDA (x)	35.1	46.4	70.3	45.6
PER (x) - norm	36.9	105.6	-471.6	30.6
PER (x)	20.0	58.1	78.9	30.6
PBV (x)	1.3	1.4	1.4	1.3
Dividend yield (%)	1.9	1.0	0.5	1.3
ROE (%)	6.4	2.3	1.7	4.3
YE No. of shares (million)	1,694	1,694	1,694	1,694
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 อ่อนลง แต่ภาพปี 2022 ยังเป็นบวก

คาดการณ์กำไรปกติ 3Q21 หดตัวเป็น 113 ล้านบาท (-35% Q-Q, -77% Y-Y) กดดันจากมาตรการปิดแคมป์ 1 เดือน และบริษัทร่วมอย่าง BEM ถูกกระทบจากการแพร่ระบาดรุนแรง อย่างไรก็ตาม บริบทด้วยส่วนแบ่งกำไรจาก CKP ที่แข็งแกร่งรับ High Season บวกกับเงินปันผลจาก TTW เราปรับลดประมาณการปี 2021 เป็น -26% Y-Y แต่ปี 2022 จะ +158% Y-Y ตามทิศทางของ Backlog ที่คาดว่าจะฟื้นตัวขึ้นจากปัจจุบัน 2.8 หมื่นล้านบาท เป็น 4.6 หมื่นล้านบาทในปลายปี นี้ และ 1.5 แสนล้านบาทในกลางปีหน้า หนุนจากศักยภาพในการรับงานใหม่อีกมาก อาทิ รถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้, สายสีส้ม, โรงไฟฟ้าหลวงพระบาง รวมถึงงานหรือเซ็นเซอร์ทางคู่เดินขั้ว เป็นบวกต่อการรับรู้รายได้ตั้งแต่ปลายปี 2022 ต่อเนื่องอีกอย่างน้อย 5 ปีข้างหน้า ปรับไปใช้ราคาเหมาะสมปี 2022 ที่ 26 บาท คงคำแนะนำซื้อ โดยมี Catalyst จากความคืบหน้างานประมูลใหม่

COVID กดดันงบ 3Q21 หดตัว Q-Q และ Y-Y

เราประเมินกำไรปกติ 3Q21 ลดลง 35% Q-Q และ 77% Y-Y อยู่ที่ 113 ล้านบาท สาเหตุหลักมาจาก COVID-19 1) ธุรกิจรับเหมาฯ ได้รับผลกระทบจากมาตรการปิดแคมป์ก่อสร้างเดือนก.ค. ในกทม.และปริมณฑล ซึ่ง CK มีงานอยู่ในพื้นที่ดังกล่าวคิดเป็นราว 90% ของงานอยู่ระหว่างทำ (ยกเว้นโครงการทางด่วนพระราม 3-ดาวคะนอง) จึงถูกเลื่อนการรับรู้ ส่งผลให้กำไรสุทธิลดลงเป็น 2.6 พันล้านบาท (-18% Q-Q, -32% Y-Y) 2) ส่วนแบ่งกำไรจาก BEM คาด -78% Q-Q, -94% Y-Y จากผลของมาตรการล็อกดาวน์ 3) ค่าใช้จ่ายบริหารลด 520 ล้านบาท (+5% Q-Q, +15% Y-Y) จากค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมเกี่ยวกับ COVID อย่างไรก็ตาม บริบทด้วยรายได้เงินปันผลจาก TTW 232 ล้านบาท และส่วนแบ่งกำไรจาก CKP คาด +30% Q-Q, +11% Y-Y จาก High Season หลังเข้าฤดูฝนเต็มหนุนการผลิตกระแสไฟฟ้า

ปรับลดประมาณการปี 2021-2022 ลง สะท้อน COVID รุนแรงกว่าคาด

เราปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2021-2022 ลง 50% และ 22% เป็น 451 ล้านบาท (-26% Y-Y) และ 1.2 พันล้านบาท (+158% Y-Y) โดยปรับสมมติฐานหลัก ดังนี้ 1) ปรับลดรายได้ก่อสร้างปี 2021-2022 ลง 26% และ 10% เป็น 1.2 หมื่นล้านบาท (-28% Y-Y) และ 1.9 หมื่นล้านบาท (+55% Y-Y) ตามลำดับ สะท้อนผลกระทบมาตรการปิดแคมป์ และโครงการประมูลที่ล่าช้า 2) ปรับลดส่วนแบ่งกำไรจาก BEM ปี 2021-2022 ลง 48% และ 20% ตามลำดับ จาก COVID ที่รุนแรงกว่าคาด

ภาพธุรกิจรับเหมาเป็นขาขึ้นตั้งแต่ปี 2022

เรามิมองเป็นบวกต่อปี 2022 จากภาพธุรกิจรับเหมาที่เป็นขาขึ้น สะท้อน Backlog ที่คาดว่าจะฟื้นตัวขึ้นจากปี 2Q21 ที่ 2.8 หมื่นล้านบาท เป็น 4.6 หมื่นล้านบาทในปลายปี นี้ หลังสามารถเซ็นสัญญารถไฟทางคู่เดินขั้ว-เชียงใหม่-เชียงใหม่ สัญญา 2,3 ซึ่งคาดว่าจะได้รับงานราว 2.3 หมื่นล้านบาท ขณะที่ยังมีปริมาณงานในมือมีโอกาสระยะยาวและระดับ 1.5 แสนล้านบาทในกลางปี 2022 จากศักยภาพในการเข้าประมูลโครงการที่มีความคืบหน้าที่เป็นรูปธรรมอย่างรถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้ มูลค่า 8.2 หมื่นล้านบาท และงานจาก CKP อย่างโรงไฟฟ้าพลังน้ำเขื่อนหลวงพระบาง มูลค่าราว 9 หมื่นล้านบาท นอกจากนี้ ยังมีโครงการใหญ่ที่มีโอกาสเปิดประมูลในปี 2022 และยังไม่รวมในประมาณการอย่างรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก งานโยธา 9 หมื่นล้านบาท

ปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปีหน้า 26 บาท แนะนำซื้อ เป็น Top Pick

เราปรับไปใช้ราคาเหมาะสมปี 2022 ที่ 26 บาท (อิง SOTP) รวมถึงสะท้อนการปรับเพิ่มราคาเหมาะสมของ BEM คงคำแนะนำซื้อ แม้แนวโน้มงบ 2H21 ไม่สดใส โดย 4Q21 มีโอกาสพลิกเป็นขาดทุน แต่มองว่าตลาดรับรู้แล้ว ขณะที่การประมูลโครงการใหม่ที่มีมากขึ้นจะเปิดโอกาสแก่กำไร โดยระยะสั้นต้องติดตามโครงการรถไฟฟ้าสีม่วงใต้ ซึ่งล่าสุดเปิดรับฟังความคิดเห็นต่อ TOR ครั้งที่ 2 เราคาดว่าหากไม่มีข้อโต้แย้ง คาดขายของในเดือนพ.ย.-ธ.ค. 2021 และเซ็นสัญญาใน 2Q22 ซึ่งความคืบหน้าจะเป็น Catalyst ต่อราคาหุ้น โดยเฉพาะ CK ที่มีแต้มต่อคู่แข่งในฐานะผู้เชี่ยวชาญใต้ดิน พื้นฐานธุรกิจรับเหมากำลังจะเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้นรอบใหม่ตาม Backlog ที่จะฟื้นตัวขึ้น ซึ่งเริ่มรับรู้รายได้ตั้งแต่ 2H22 เป็น S-Curve ไปอย่างน้อย 5 ปีข้างหน้า รวมถึงหนุนด้วยบริษัทร่วม BEM ที่ฟื้นตัวหลัง COVID คลี่คลายควบคู่กับ CKP ที่เติบโตต่อเนื่อง ส่วนความเสี่ยงด้านขาดแคลนแรงงานยังไม่มากนัก เนื่องจากเป็นแรงงานไทยทั้งหมด และสามารถหาเพิ่มเพื่อรองรับงานใหม่ได้จาก Sub-contract

Company Overview

CK ดำเนินงานในกลุ่ม 2 ประเภท ได้แก่ 1) รับเหมาก่อสร้าง ซึ่งเป็นธุรกิจหลัก โดยบริษัทมีประสบการณ์และความชำนาญด้านวิศวกรรมและงานก่อสร้างทุกประเภท อาทิ งานก่อสร้างอาคาร, ก่อสร้างทาง, ก่อสร้างระบบสาธารณูปโภค และงานอื่นๆ

2) ลงทุนในธุรกิจการพัฒนาโครงการสาธารณูปโภคขั้นพื้นฐานในระบบคมนาคม, ขนส่งมวลชน, สาธารณูปโภคน้ำ และพลังงานไฟฟ้า ได้แก่ BEM ซึ่งให้บริการทางพิเศษและรถไฟฟ้า, TTW ให้บริการบริหารจัดการและบำรุงรักษาระบบผลิตน้ำประปา และระบบน้ำเสีย, CKP ธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าจากพลังงานประเภทต่างๆทั้งภายในและต่างประเทศ ซึ่งธุรกิจดังกล่าวจะรับรู้เป็นส่วนแบ่งกำไรบริษัทร่วม และเงินปันผลรับ

รับงานก่อสร้างแบ่งเป็น 2 กลุ่ม คือหน่วยงานราชการ/รัฐวิสาหกิจ และเอกชน เป็นลักษณะเป็นผู้รับเหมาโดยตรง (Main Contractor) หรือผู้รับเหมาช่วง (Sub Contractor) รวมถึงร่วมมือกับผู้รับเหมาต่างประเทศในลักษณะ JV โดยลักษณะลูกค้าไม่สามารถแบ่งเป็นสัดส่วนได้อย่างแน่นอน เนื่องจากแตกต่างกันไปตามช่วงเวลาและประเภทโครงการ โดยในอดีตลูกค้าส่วนใหญ่จะเป็นหน่วยงานราชการและรัฐวิสาหกิจในประเทศ โดยผู้ประกอบการที่อยู่ในอุตสาหกรรมนี้ อาทิ STEC, ITD รวมถึงคู่แข่งต่างประเทศเป็นประเทศญี่ปุ่น จีน และยุโรปอย่าง Kajima, Obayashi, China State

Valuation Methodology

ประเมินราคาเหมาะสมของ CK ปี 2021 เท่ากับ 26 บาท ด้วยวิธี SOTP จากธุรกิจก่อสร้างของ CK บวกกับเงินลงทุนในบริษัทลูกอย่าง BEM, CKP, TTW ตามสัดส่วนที่ถือ ทำให้คิด Implied เป็น PBV ที่ 1.64 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ย 10 ปีย้อนหลัง

จุดแข็งของ CK คือกลยุทธ์เน้นเลือกรับงานที่มีมาร์จิ้นดี 8% บวกกับมีบริษัทลูก (BEM, CKP, TTW) สร้างผลตอบแทนที่สม่ำเสมอ และเป็นแหล่งรับงานชั้นดี รวมถึงกระจายความเสี่ยงจากการพึ่งพาเพียงธุรกิจรับเหมา

ESG

Environment

- จัดให้มีมาตรฐานความปลอดภัยในการทำงานและมาตรฐานด้านสิ่งแวดล้อมทุกโครงการที่สอดคล้องกับระเบียบ กฎเกณฑ์ กฎหมายและมาตรฐานสากล ซึ่งทำให้ในปัจจุบันบริษัทได้รับการรับรองคุณภาพตามมาตรฐาน ISO 9001:2015 แล้ว
- การบำบัดอย่างถูกสุขลักษณะก่อนปล่อยทิ้ง เศษวัสดุ และขยะที่เกิดจากการก่อสร้างมีการจัดเก็บอย่างสม่ำเสมอและถูกกำจัดอย่างถูกหลักวิธี
- การจัดอบรมให้ความรู้กับพนักงานด้านความปลอดภัยและสิ่งแวดล้อมอย่างต่อเนื่อง

Social

- มีนโยบายและแนวปฏิบัติที่เป็นธรรมและรับผิดชอบต่อสังคมไว้อย่างชัดเจนเป็นรูปธรรม และเปิดเผยถึงการปฏิบัติ โดยคำนึงถึงประโยชน์ส่วนรวม และไม่กระทำการใดๆ ที่จะมีผลเสียหายต่อชื่อเสียงของประเทศ ทรัพยากรธรรมชาติ สิ่งแวดล้อม และประโยชน์สาธารณะ
- ส่งเสริมและปลูกฝังให้เกิดจิตสำนึกของความรับผิดชอบต่อสังคมให้กับพนักงานทุกระดับ

Governance

- คณะกรรมการบริษัทเชื่อมั่นและตระหนักถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดี ประกอบด้วยการตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการ, มีระบบการบริหารจัดการและการควบคุมภายในที่ดี, การมีกลไกการควบคุมและการถ่วงดุลอำนาจ, การเคารพในสิทธิและความเท่าเทียมกันของผู้ถือหุ้น, การรักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล รวมถึงการบริหารกิจการที่คำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม
- คณะกรรมการบริษัทให้ความสำคัญต่อการดูแลให้ผู้ถือหุ้น มีการใช้สิทธิและมีหน้าที่ดูแลรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นทุกรายอย่างเท่าเทียมกัน

3Q21 Earnings Preview

(Bt mn)	3Q21E	2Q21	%Q-Q	3Q20	%Y-Y
Revenue	2,590	3,190	-18.8	3,798	-31.8
Costs	2,383	2,931	-18.7	3,504	-32.0
Gross profit	207	259	-19.9	294	-29.4
SG&A costs	520	497	4.7	454	14.6
Interest charge	350	357	-2.0	328	6.6
Norm profit	113	175	-35.2	499	-77.3
Net profit	113	318	-64.4	774	-85.4
Gross margin (%)	8.0	8.1	-0.1	7.7	0.3
Norm earnings margin (%)	4.4	5.5	-1.1	13.1	-8.8
Net profit margin (%)	4.4	10.0	-5.6	20.4	-16.0

Source: Finansia Estimate

Figure 1: Key Assumptions

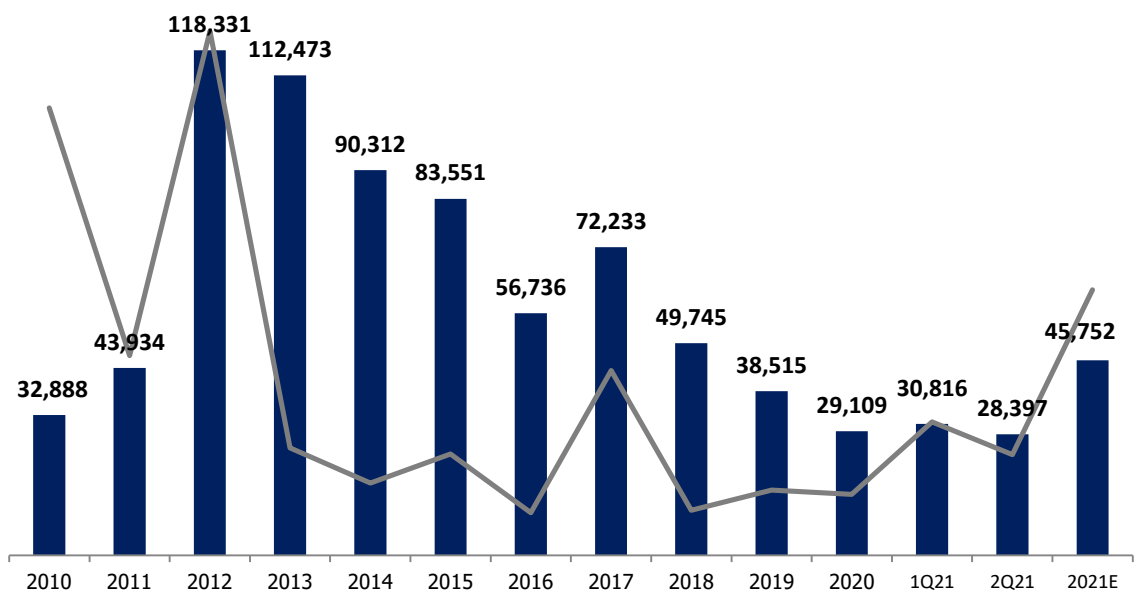
Key Assumptions	New Assumptions		Old Assumptions		%Change	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
Construction revenue (mn)	11,991	18,609	16,158	20,580	-25.8%	-9.6%
%Gross margin	8.1%	8.0%	6.4%	7.9%	1.6%	0.2%
SG&A (mn)	2,002	2,010	2,018	2,046	-0.8%	-1.8%
Share profit from associates (mn)	977	1,731	1,206	1,985	-19.0%	-12.8%
Normalized Profit (mn)	-75	1,163	381	1,481	-119.8%	-21.4%
Net Profit (mn)	451	1,163	908	1,481	-50.3%	-21.4%

Sources: Finansia Research

Figure 2: Valuation SOTP

	EV/EBITDA (x)	Holding	Target Price (Bt)	Discount	EV (mn bt)	Per share (bt)	
CK (Construction)	13.0				13,339	7.87	
Investment							
BEM		31.32%	9.9	25%	51,034	30.13	
CKP		30.67%	6.6	25%	18,778	11.09	
TTW		19.40%	13.5	25%	8,806	5.20	
Less Net Debt					-	47,242	-
SOTP					44,714	26.40	

Sources: Finansia Research

Figure 3: CK's Backlog


Sources: Finansia Research

Figure 4: Key Target Projects in Y2021-2022

Projects	Construction Value (MB)	Project Owner	Project Progress	Activities			
				Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22
MRT Orange Line : Taling Chan -Thailand Cultural Centre (Western Extension)	127,012	MRTA	Cabinet Approved	TOR & Bidding Process			
MRT Purple Line : Tao Poon - Ratburana (Southern Extension)	78,713	MRTA	Cabinet & EIA Approved	TOR & Bidding Process	Signing	Construction	
Mahasawat Water Production Plant (Expansion)	6,000	MWA	Project Design		TOR & Bidding Process		Signing & Construction
Floodway : Bangban - Bangsai	3,381	RID	Project Design		TOR & Bidding Process		Signing & Construction
Motorway : Ekachai – Banpaew	19,700	DOH	Cabinet Approved		TOR & Bidding process		
Bangkok International Airport (Phase 3)	32,000	AOT	EIA Process	Waiting for EIA approval		TOR & Bidding process	
Northern Expressway (N2 Section : Kaset - Nawamin)	14,382	EXAT	EIA Process	Waiting for EIA approval		Cabinet approve	
Red Line : Taling chan - Salaya	9,919	SRT	Revising project investment	Waiting for PPP committee approval			
Red Line : Taling chan - Siriraj Hospital	4,645						
Red Line : Rangsit - Thammasat University	6,071						
Red Line : Bang Sue - HuaMark & Bang Sue - HuaLamphong (Missing Link)	39,906						
Total	341,729						

Sources: Company Presentation

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงในการบริหารจัดการและความเสี่ยงจากความล่าช้าของโครงการ

ความล่าช้าของโครงการ จะส่งผลกระทบต่อระยะเวลา และค่าใช้จ่ายในการก่อสร้าง

ความเสี่ยงจากราคาวัสดุก่อสร้าง ต้นทุนแรงงาน และความผันผวนของราคาน้ำมัน

ต้นทุนโครงการอย่างราคาวัสดุก่อสร้างและต้นทุนแรงงานส่งผลต่อผลกำไรขั้นต้น ขณะที่ภาวะราคาน้ำมันเป็นปัจจัยต้นทุนทางอ้อมต่อต้นทุนการดำเนินงาน

ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายภาครัฐบาล

รายได้ของกลุ่มบริษัทมีความสัมพันธ์กับการใช้จ่ายด้านงบประมาณของประเทศ ซึ่งขึ้นกับอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจและบรรยากาศการลงทุน รวมถึงภาวะความมั่นคงทางการเมือง

ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

บางโครงการมีรายได้และต้นทุนเป็นเงินตราต่างประเทศ ทำให้การเปลี่ยนแปลงของค่าเงินตราต่างประเทศเมื่อเทียบกับเงินบาทจะมีผลต่อต้นทุนหรือผลการดำเนินงานของบริษัท

ความเสี่ยงจากการลงทุนในบริษัทย่อย บริษัทร่วม การร่วมการงาน บริษัทที่เกี่ยวข้องและบริษัทอื่น

บริษัทในกลุ่มฯ ที่ลงทุนแล้วได้มีส่วนแบ่งกำไรคือ BEM, CKP และกมลลา ซีเนียร์ ลิฟวิ่ง ส่วนได้รับเป็นเงินปันผลรับคือ BEM, CKP, TTW, ซ.การช่าง-โตกิว ซึ่งจะมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

ความเสี่ยงจากความล่าช้าของการประมูลงานใหม่

ความล่าช้าของกรอบการประมูลโครงการใหม่ อาจส่งผลต่อโอกาสการเข้ารับงาน และการรับรู้รายได้ในอนาคต

ความเสี่ยงจากคู่แข่งจากต่างประเทศ

คู่แข่งจากต่างประเทศหลายรายมีความสามารถทางด้านเทคโนโลยีสูงและความได้เปรียบในต้นทุนทางการเงิน ซึ่งปัจจุบันเริ่มเข้ามามีบทบาทในโครงการก่อสร้างขนาดใหญ่ในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Revenue	29,296	23,010	16,746	11,991	18,609
Cost of sales	26,976	21,028	15,341	11,026	17,121
Gross profit	2,320	1,982	1,405	965	1,489
SG&A	1,867	2,430	2,027	2,002	2,010
Operating profit	453	-448	-622	-1,037	-521
Other income	1,620	1,739	1,421	1,394	1,365
EBIT	2,073	1,291	799	357	844
EBITDA	2,778	1,818	1,525	1,001	1,491
Interest charge	1,248	1,226	1,276	1,372	1,306
Tax on income	87	126	28	36	92
Earnings after tax	1,698	978	352	-73	1,176
Minority Interests	-8	15	15	2	13
Norm profit	1,706	963	337	-75	1,163
Extraordinary items	788	815	275	526	0
Net profit	2,494	1,778	612	451	1,163

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Net profit	1,698	978	352	-73	1,176
Depreciation etc.	994	995	996	997	998
Change in working capital	6,552	4,647	-6,134	121	1,252
Other adjustments	0	0	0	0	0
Cash flow from operation	9,244	6,621	-4,786	1,045	3,427
Capital expenditures	-5,043	-7,889	128	-960	-651
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from investing	-5,043	-7,889	128	-960	-651
Free cash flow	4,201	-1,268	-4,659	85	2,776
Net borrowings	-2,598	308	5,523	-1,927	-2,050
Equity capital raised	218	1,036	-1,090	-130	129
Dividend paid	40	-30	-803	343	-478
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	-2,341	1,314	3,629	-1,714	-2,400
Net Change in cash	1,861	45	-1,029	-1,629	376

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Cash and equivalent	8,934	9,160	7,767	6,137	6,513
Accounts receivable	7,406	3,643	3,659	2,578	3,722
Inventory	4,652	2,177	3,578	2,756	4,280
Other current asset	5,556	3,973	4,830	2,398	3,536
Total current assets	26,549	18,953	19,834	13,870	18,051
Investment	46,105	51,270	50,381	50,633	50,734
PPE	10,397	11,947	12,076	11,787	11,339
Other assets	449	416	484	300	447
Total Assets	83,501	82,586	82,774	76,590	80,571
Short term loan	6,320	1,874	147	1,000	1,000
Account payable	5,397	2,574	2,636	1,433	2,226
Current maturities	4,826	1,525	3,742	4,008	3,779
Other current liabilities	12,495	11,936	8,232	5,995	9,305
Total current liabilities	29,038	17,909	14,758	12,437	16,309
Long term debt	25,550	33,605	38,638	35,592	33,771
Other LT liabilities	28,634	36,864	41,746	37,742	37,024
Total liabilities	57,672	54,773	56,503	50,179	53,333
Registered capital	1,694	1,694	1,694	1,694	1,694
Paid-up capital	1,694	1,694	1,694	1,694	1,694
Share Premium	4,869	4,869	4,869	4,869	4,869
Legal reserve	175	175	186	186	186
Retained earnings	13,365	14,313	13,851	14,121	14,819
Others	5,318	6,341	5,247	5,247	5,247
Minority Interest	408	420	424	294	422
Shareholders' equity	25,829	27,813	26,271	26,411	27,237

Important Ratios

	2018	2019	2020	2021E	2022E
Growth (%)					
Revenue	-18.4	-21.5	-27.2	-28.4	55.2
EBITDA	-13.2	-34.6	-16.1	-34.4	49.0
Net profit	37.8	-28.7	-65.6	-26.4	158.1
Normalized earnings	13.2	-43.5	-65.0	-122.4	na
Profitability (%)					
Gross profit margin	7.9	8.6	8.4	8.1	8.0
EBITDA margin	9.5	7.9	9.1	8.3	8.0
EBIT margin	7.1	5.6	4.8	3.0	4.5
Normalized profit margin	5.8	4.2	2.0	-0.6	6.3
Net profit margin	8.5	7.7	3.7	3.8	6.3
Normalized ROA	2.0	1.2	0.4	-0.1	1.4
Normalized ROE	6.6	3.5	1.3	-0.3	4.3
Normalized ROCE	3.1	1.5	0.5	-0.1	1.8
Risk (x)					
DE	2.2	2.0	2.2	1.9	2.0
Net D/E	1.9	1.6	1.9	1.7	1.7
Net debt/EBITDA	17.5	25.1	32.0	44.0	31.4
Per share data (Bt)					
Reported EPS	1.47	1.05	0.36	0.27	0.69
Normalized EPS	1.01	0.57	0.20	-0.04	0.69
EBITDA	1.64	1.07	0.90	0.59	0.88
Book value	15.01	16.17	15.26	15.42	15.83
Dividend	0.50	0.40	0.20	0.11	0.27
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	14.3	20.0	58.1	78.9	30.6
Norm P/E	20.9	36.9	105.6	-471.6	30.6
P/BV	1.4	1.3	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	22.9	35.1	46.4	70.3	45.6
Dividend yield (%)	2.4	1.9	1.0	0.5	1.3

Source: Company data, Finansia research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

<p>สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500</p>	<p>สำนักงานอัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999</p>	<p>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อนุสาวรีย์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999</p>	<p>สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545</p>	<p>สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130</p>
<p>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</p>	<p>สาขา มินท์ ทาวเวอร์ ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9 อาคาร มินท์ ทาวเวอร์ เลขที่ 719 ถนนบรมหัตถ์ทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700</p>	<p>สาขา สีลม 1 130-132 อาคารสีลม 1 ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิญญู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p>	<p>สาขา เคียนหวน (สีลม 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิญญู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717</p>	<p>สาขา สาทร เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสโกทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร 02-036-4859</p>
<p>สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ชอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180</p>	<p>สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300</p>	<p>สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193</p>		
<p>สาขา ขอนแก่น 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925</p>	<p>สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589</p>	<p>สาขา เชียงใหม่ 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-711</p>	<p>สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120</p>	<p>สาขา สมุทรสาคร เลขที่ 813/30 ถนนนเรศวร ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045</p>
<p>สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599</p>	<p>สาขา นครราชสีมา 198/1 ต.ระกอบสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323</p>	<p>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ ต.หาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499</p>	<p>สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777</p>	<p>สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595</p>
<p>สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219</p>	<p>สาขา ปัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุสะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี 073-350-140-4</p>			

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, 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 ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ 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