

ORI (ORI TB)

BUY

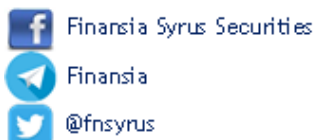
บมจ. ออริจิน พร็อพเพอร์ตี้

Previous	BUY
2022 Target Price (Bt)	14.00
Price (04/11/2021)	11.00
up/downside (%)	+27.3
SET Index	1,626.27
Sector	Property Development
Foreign limit/actual (%)	49.00/4.96
Free float (%)	32.28
Market cap (Bt m)	26,981.49
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	154.48
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	11.80, 6.70, 8.99
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	2,870	3,675
Net profit	3,027	2,662	2,870	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	7.8	28.0
Dividend/share (Bt)	0.50	0.49	0.53	0.67
BV/share (Bt)	3.94	4.64	5.28	6.10
EV/EBITDA (x)	10.3	14.6	11.8	10.4
PER (x) - norm	10.1	10.7	9.4	7.3
PER (x)	8.9	10.1	9.4	7.3
PBV (x)	2.8	2.4	2.1	1.8
Dividend yield (%)	4.5	4.5	4.8	6.1
ROE (%)	30.7	23.2	21.9	24.1
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



คาดงบ 3Q21 ดีกว่ากลุ่ม ก่อนเป็นขาขึ้น 4Q21

คาดการณ์กำไรสุทธิ 3Q21 คาด -13% Q-Q แต่ +3% Y-Y ดีกว่ากลุ่มที่ลดลง Q-Q, Y-Y โดยการชะลอ Q-Q จากมาร์จินที่ปรับลดตามการโอนแนวราบมากขึ้น และส่วนแบ่ง JV พลิกเป็นขาดทุนหลังไม่มีคอนโดใหม่สร้างเสร็จ อย่างไรก็ตาม COVID คาด +17% Q-Q, +64% Y-Y ขณะที่โมเมนต์ 4Q21 เริ่มขึ้นเป็นไตรมาสดีสุดของปี คงประมาณการกำไรปกติปี +14% Y-Y และจะดีต่อ +28% Y-Y ในปี 2022 บน Backlog ที่แข็งแกร่ง และได้โอนส่งต่อการผ่อนคลาย LTV หนุนการขายและการโอนที่ราบรื่น ปรับไปใช้ราคาเหมาะสมปี 2022 ที่ 14 บาท คงคำแนะนำซื้อ ยังเป็น Top Pick

ยอด Presales 3Q21 อ่อนลงจาก COVID แต่ถือว่าอยู่ในเกณฑ์

ท่ามกลางความท้าทายจาก COVID-19 รอบใหม่และมาตรการล็อกดาวน์ รวมถึงมาตรการปิดแคมป์ 1 เดือน ส่งผลให้เลื่อนเปิดตัวแนวราบ 2 โครงการ ทำให้โครงการใหม่ 3Q21 ลดลงเป็น 3.2 พันล้านบาท เทียบกับ 2Q21 ที่ 4.4 พันล้านบาท อย่างไรก็ตาม ยอดขายถือว่าอยู่ในเกณฑ์ดี 7.2 พันล้านบาท (-11% Q-Q, -3% Y-Y) แบ่งเป็นแนวราบ 30% และคอนโด 70% โดยแรงหนุนหลักกว่า 72% ของยอดขายทั้งหมดมาจากโครงการพร้อมอยู่ ส่วนที่เหลือจากการเปิดตัวคอนโดใหม่ 3 โครงการ ซึ่งได้รับผลตอบรับดี ขณะที่ยอดขายจะเร่งตัวขึ้นใน 4Q21 จากแผนเปิด 9 โครงการใหม่ มูลค่ารวม 6.3 พันล้านบาท เป็นคอนโด 3 แห่ง และแนวราบอีก 6 แห่ง หนุนให้มองว่าทั้งปีมี Upside ราว 5% จากเป้าหมายยอดขายที่ 2.9 หมื่นล้านบาท (+13% Y-Y)

คาดการณ์กำไรสุทธิ 3Q21 ชะลอตัว Q-Q แต่โตได้เล็กน้อย Y-Y

เราประเมินกำไรสุทธิ 3Q21 ที่ 742 ล้านบาท (-13% Q-Q, +3% Y-Y) หากไม่รวมกำไรขายเงินลงทุนใน JV ราว 100 ล้านบาทจากการเซ็น JV 2 แห่ง กำไรปกติคาดอยู่ที่ 642 ล้านบาท (-2% Q-Q, -10% Y-Y) โดยยอดขายโอนขยายตัวดี 17% Q-Q และ 64% Y-Y เป็น 3.6 พันล้านบาท ได้แรงหนุนหลักจากคอนโดใหญ่สร้างเสร็จใหม่อย่าง Park Origin Phayathai มูลค่า 4.6 พันล้านบาท รวมถึงการโอนต่อเนื่องของ The Origin Ratchada Ladprao และยอดขายที่เร่งขึ้นของ Park 24 เฟส 2 อย่างไรก็ตาม งบที่ชะลอตัวมีสาเหตุมาจาก 1) ส่วนแบ่งจาก JV ที่คาดว่าพลิกเป็นขาดทุน -15 ล้านบาท (เทียบกับ 2Q21 ที่ 4 ล้านบาท และ 3Q20 ที่ 250 ล้านบาท) เนื่องจากไม่มีคอนโดสร้างเสร็จใหม่ และรับรู้ไปมากในช่วงก่อนหน้า 2) อัตรากำไรขั้นต้นขายอสังหาริมทรัพย์ลดลงเป็น 32.7% จาก 33.8% ใน 2Q21 และ 35.4% ใน 3Q20 หลังรับรู้รายได้แนวราบมากขึ้น และสต็อกคอนโดที่มีมาร์จินต่ำลงอย่าง Park 24 เฟส 2

โมเมนต์กำไร 4Q21 เติบโตเป็นระดับสูงสุดของปี

ผลประกอบการ 4Q21 ขยายตัว Q-Q และ Y-Y เป็นไตรมาสดีสุดของปีหนุนจากการเร่งโอน Park Origin Phayathai มากขึ้น และเริ่มรับรู้คอนโดใหม่ Notting Hill Rayong ทั้งนี้ คงคาดการณ์กำไรปกติปี 2021 ที่ 2.8 พันล้านบาท (+14% Y-Y) และโตต่อเนื่อง +28% Y-Y เป็น 3.7 พันล้านบาทในปี 2022 หนุนจากคอนโดสร้างเสร็จใหม่ 7 แห่ง ซึ่งกระจายอยู่ในทุกไตรมาส โดยไฮไลต์โครงการ JV ขนาดใหญ่อย่าง Park Origin Thonglor, Park Origin Chula Samyan และ Park Origin Ratchathewi นอกจากนี้ ได้ปัจจัยบวกจากการผ่อนคลายมาตรการ LTV ถึงปลายปี 2022 เป็นบวกต่อทั้งคอนโดจากการช่วยระบายสต็อกพร้อมโอน 1 หมื่นล้านบาท และการโอน Backlog ที่รอรับใน 4Q21 ถึงปี 2022 รวม 2.3 หมื่นล้านบาทให้ราบรื่นขึ้น รวมถึงแนวราบที่มีการรุกเปิดโครงการใหม่มากขึ้นและสามารถรับรู้ได้ทันภายในปีหน้า

ปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปีหน้า 14 บาท ยังแนะนำซื้อ เป็น Top Pick

เราคำแนะนำซื้อ และปรับไปใช้ราคาเหมาะสมปี 2022 ที่ 14 บาท อิง PER 9.4x หรือค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลัง +1.50SD (เดิม 8.6x) โดยให้ Premium สะท้อนโมเดลธุรกิจที่แข็งแกร่งจากมากกว่าธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ หลังขยายลงทุนในอุตสาหกรรมอื่น อาทิ ธุรกิจ Logistic, สุขภาพ, บริหารสินทรัพย์, พลังงาน และอาหาร รวมถึงมีจุดแข็งจากการปรับตัวได้เร็วตอบรับสภาพแวดล้อมและเมกะเทรนด์ที่เป็นบวกต่อการเติบโตอย่างมั่นคงและได้เปรียบคู่แข่ง นอกจากนี้ เติบโตผลผลิตมูลค่าแห่งของบริษัทลูกธุรกิจบ้าน BRI ที่จะเข้าจดทะเบียนในตลาดใน 4Q21 ซึ่งมี Catalyst จากการให้สิทธิ Pre-emptive rights ผู้ถือหุ้น ORI ในการจองซื้อ BRI รวมถึงมีแผน Spin-Off หลายบริษัท อาทิ One Origin ธุรกิจโรงแรม, ออฟฟิศ, Mixed-use และ PRIMO บริการด้านอสังหาริมทรัพย์ คาดเข้าตลาดใน 1-2 ปีข้างหน้า ขณะที่คาดการณ์กำไรปกติปี 2021-2022 ของ ORI +20% CAGR สูงกว่ากลุ่มอสังหาริมทรัพย์ +7.5% CAGR แต่ราคาหุ้น ORI เทรดบน PE2022 เพียง 7.3x ต่ำกว่ากลุ่มที่ 9.2x พร้อมคาดหวังปันผลดี 6% ต่อปี

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 มีกลุ่มธุรกิจให้บริการที่เกี่ยวข้องธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ อาทิ บริการจัดหาผู้เช่าห้องชุด และบริการรับจ้างบริหารโครงการนิติบุคคลอาคารชุดผ่านบริษัท 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) Knightsbridge เป็นระดับกลางบนถึงบน และ 5) Park Origin เป็นระดับ Luxury

บ้านจัดสรรมี 4 แปรพันธุ์ คือ 1) Britannia ราคา 3-7 ลบ. 2) Grand Britannia 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 9.4 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลัง +1.50SD สะท้อนคาดการณ์กำไรปกติปี 2021-2022 ที่ทำ New High ต่อเนื่อง +20% CAGR รวมถึงให้ Premium สะท้อนโมเดลธุรกิจที่แข็งแกร่งจากมากกว่าธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ หลังขยายลงทุนในอุตสาหกรรมอื่น อาทิ ธุรกิจ Logistic, ธุรกิจด้านสุขภาพ, ธุรกิจบริหารสินทรัพย์, ธุรกิจพลังงาน, ธุรกิจอาหาร ซึ่งเริ่มทยอยเห็นผลตั้งแต่กลางปี 2022

ดังนั้น อิง EPS2022 ที่ 1.50 บาท/หุ้น คำนวณได้มูลค่าเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานปี 2022 ที่ 14 บาท

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 ด้านสิทธิทางปัญญาและเจ้าหน้าที่สถาบันการเงิน 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 คณะกรรมการสรรหาและพิจารณาค่าตอบแทน รวมถึงคณะกรรมการบริหาร โดยคณะกรรมการแต่ละชุดจะมีการกำหนดขอบเขตอำนาจหน้าที่อย่างชัดเจน และมีกรรมการอิสระเป็นกรรมการในแต่ละคณะ
- กำหนดนโยบายและมาตรการต่อต้านการคอร์รัปชัน และนโยบาย/ประกาศที่เกี่ยวข้อง เป็นลายลักษณ์อักษร อาทิ นโยบายการแจ้งเบาะแสการกระทำผิด (Whistle Blowing Policy), นโยบายและแนวปฏิบัติการให้/รับของขวัญ, คู่มือการปฏิบัติงานสำหรับกระบวนการที่มีความเสี่ยงในการเกิดการทุจริตคอร์รัปชัน และได้มีการสื่อสารให้กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานทุกคนรับทราบ

3Q21E Earnings Preview

(Bt mn)	3Q21E	2Q21	%Q-Q	3Q20	%Y-Y
Revenue	3,800	3,405	11.6	2,400	58.3
Costs	2,436	2,043	19.2	1,427	70.7
Gross profit	1,364	1,362	0.1	973	40.1
SG&A costs	553	540	2.4	468	18.2
Interest charge	77	76	1.4	51	50.4
Norm profit	642	657	-2.3	717	-10.5
Net profit	742	852	-12.9	717	3.5
Gross margin (%)	35.9	40.0	-4.1	40.6	-4.7
Norm earnings margin (%)	16.9	19.3	-2.4	29.9	-13.0
Net profit margin (%)	19.5	25.0	-5.5	29.9	-10.4

Source: Finansia Estimate

Figure 1: New Launches in 2021

Project	Value (MB)	Launch
The Origin Ladprao Bangkapi	1,900	1Q21
The Origin Plug & Play Ramintra Phase II	1,300	1Q21
Brighton Amata-Sukpayoon	650	1Q21
Hampton Sriracha	1,400	2Q21
Grand Britainia Ratchaphruek Rama 5	2,100	2Q21
Grand Britainia Bangna KM.12	700	2Q21
Hampton Rayong	1,300	3Q21
Origin Plug & Play Ramkhamhaeng Triple Station	1,400	3Q21
Brixton Pet & Play Sukhumvit 107	480	3Q21
Brixton Kaset Sriracha Campus	1,000	4Q21
Origin Wellness Residence Bareing (Leasehold)	275	4Q21
Origin Wellness Residence Ramintra (Leasehold)	720	4Q21
Britainia Bangprakong	650	4Q21
Britainia Tiwanon Ratchaphruek	700	4Q21
Britainia Praksa Station	850	4Q21
Grand Britainia Rama 9 Krungthepkreetha	850	4Q21
Grand Britainia Nonthaburi Station	550	4Q21
Grand Britainia Suvarnabhumi	700	4Q21
Total project value	17,525	

Sources: Company data, Finansia Research

Figure 2: Condo projects expected to transfer in 2021-2022

Project	Value (MB)	Sold% as of 2Q21	Transfer
The Origin Ramintra 83 Station	2,000	61%	1Q21
Khightsbridge Space Rama IX	2,300	64%	1Q21
The Origin Ratchada-Ladprao	750	87%	2Q21
Knightsbridge Sukhumvit-Thepharak (JV)	1,300	64%	2Q21
Park Origin Phayathai	4,600	61%	3Q21
BRIXTON Pet&Play Sukhumvit 107	480	18%	3Q21
Notting Hill Rayong	1,200	50%	4Q21
The Origin Ram 209	2,050	83%	1Q22
Park Origin Thonglor (JV)	12,000	74%	1Q22
The Origin Ladprao 15	400	55%	2Q22
The Origin Onnut	700	79%	2Q22
Park Origin Ratchathewi (JV)	3,000	95%	2Q22
Park Origin Chula-Samyan (JV)	4,600	98%	3Q22
Hampton Sriracha by Origin and Dusit (JV)	1,600	71%	4Q22

Sources: Company data, Finansia Research

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากภาวะตลาดและความไม่แน่นอนของสภาพเศรษฐกิจ

ความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจที่ได้รับผลกระทบทั้งจากภายในและภายนอกประเทศ ส่งผลกระทบต่อกำลังซื้อทั้งในประเทศและต่างประเทศ ขณะที่สถานการณ์อุปทานส่วนเกินที่ยังไม่ดีขึ้น ท่ามกลางอุปสงค์ที่อ่อนแอลง กระทบให้ธุรกิจอสังหาฯอยู่ในสภาวะการแข่งขันสูง

ความเสี่ยงด้านนโยบายการปล่อยสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยของสถาบันการเงิน

มาตรการการกำกับดูแลสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย (LTV) ที่เข้มงวดมากขึ้นของ ธปท. ส่งผลให้อัตราการปฏิเสธสินเชื่อสูงขึ้น และความสามารถในการซื้อของลูกค้าลดลง กระทบโดยตรงกับผู้ประกอบการในกลุ่มธุรกิจอสังหาฯเพื่อขาย

ความเสี่ยงจากยอดขายถูกยกเลิก

หากมียอดขายยกเลิก (Cancellation rate) จากลูกค้า จะส่งผลต่อคุณภาพของ Backlog และคาดการณ์ผลการดำเนินงาน

ความเสี่ยงด้านงานก่อสร้าง

หากผู้รับเหมา มีการส่งมอบงานล่าช้า จะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ทั้งการรับรู้รายได้ และอัตรากำไร

ความเสี่ยงจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 ที่ยืดเยื้อ

สถานการณ์การแพร่ระบาดของ COVID-19 ที่ยืดเยื้อ กระทบต่อเศรษฐกิจ และกำลังซื้อของลูกค้า ซึ่งจะส่งผลต่อตลาดอสังหาฯเช่นกัน เนื่องจากเป็นสินทรัพย์ขนาดใหญ่ ท่ามกลางความไม่แน่นอนทำให้ลูกค้ายังไม่ตัดสินใจซื้อและมีภาระ

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	1,480	2,186
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	28,226	30,048
Investment	1,817	2,730	3,812	3,838	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	35,729	37,561
Short term loan	2,547	1,740	1,546	1,403	1,003
Account payable	2,603	2,574	2,874	2,807	3,149
Current maturities	5,471	4,708	7,644	7,430	7,233
Other current liabilities	2,563	1,800	1,504	1,579	1,658
Total current liabilities	13,183	10,822	13,568	13,219	13,044
Long term debt	4,513	9,606	7,428	7,528	7,425
Other LT liabilities	705	717	690	740	830
Total liabilities	18,402	21,146	21,686	21,487	21,298
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	9,364	11,385
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	14,242	16,263

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Net profit	3,411	3,012	2,016	2,569	2,844
Depreciation etc.	134	119	165	170	175
Change in working capital	-3,762	-3,951	-719	-1,111	-743
Other adjustments	0	0	0	0	0
Cash flow from operation	-791	-1,173	1,963	1,929	3,107
Capital expenditures	-1,223	-2,313	-1,605	-364	-47
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from investing	-1,223	-2,313	-1,605	-364	-47
Free cash flow	-2,014	-3,486	358	1,565	3,060
Net borrowings	3,460	3,523	564	-257	-700
Equity capital raised	569	-68	-622	655	0
Dividend paid	-1,016	-459	-821	-1,291	-1,654
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	3,012	2,996	-879	-893	-2,354
Net Change in cash	999	-489	-522	672	706

Important Ratios

	2018	2019	2020	2021E	2022E
Growth (%)					
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	7.8	28.0
Normalized earnings	88.1	-6.2	-5.3	14.0	28.0
Profitability (%)					
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	8.0	9.8
Normalize ROE	37.3	27.0	21.9	21.9	24.1
Normalized ROCE	20.2	12.5	12.5	12.8	15.0
Risk (x)					
D/E	2.1	1.9	1.8	1.5	1.3
Net D/E	1.9	1.8	1.7	1.4	1.2
Net debt/EBITDA	3.6	4.7	7.0	5.5	4.7
Per share data (Bt)					
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	5.28	6.10
Dividend	0.65	0.50	0.49	0.53	0.67
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Valuations (x)					
P/E	8.1	8.9	10.1	9.4	7.3
Norm P/E	9.5	10.1	10.7	9.4	7.3
P/BV	3.6	2.8	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	8.4	10.3	14.6	11.8	10.4
Dividend yield (%)	5.9	4.5	4.5	4.8	6.1

Source: Company data, Finansia research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศ เอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500	สำนักงานอัลมาลิก 25 อาคารอัลมาลิก ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999	สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า 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 ประราชินี 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 ถนนบรรทัดทอง 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 (สินธร 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717	สาขา สาทร เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสไอทาวเวอร์ 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.อุดรธวัช 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 ถนนนรสิงห์ 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 ตรอกสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323	สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดำคลอง 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 บัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รุดะมิแล 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 บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้อื่นนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ 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, LH, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSJ, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCO, 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)

1 ข้อมูล CG Score ประจำปี 2563 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

2 ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

(ข้อมูล ณ วันที่ 24 มิถุนายน 2562) มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC

- ได้รับการรับรอง CAC