

BUY

บมจ. เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น

Previous	BUY
<b>2022 Target Price (Bt)</b>	<b>4.60</b>
Price (25/02/2022)	3.96
up/downside (%)	+16.2
SET Index	1,679.90
Sector	Property Development
Foreign limit/actual (%)	49.00/2.20
Free float (%)	39.10
Market cap (Bt m)	16,628.41
Avg daily T/O (Bt m) (2022 YTD)	51.20
hi, lo, avg (Bt) (2022 YTD)	4.10, 3.36, 3.83
IOD 2021	5
THAI CAC	Certified

## กลยุทธ์เชิงรุก หนุนการเติบโตอย่างมั่นคง

### ปี 2022-2025 Thriving for good in the new realities

บริษัทแถลงกลยุทธ์การเติบโตใน 4 ปีข้างหน้า ผ่าน 3 กลยุทธ์หลัก 1) Thriving - มุ่งรายได้รวมเติบโตต่อเนื่องและระดับแสนล้านบาท จากรายได้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อขายและเพิ่มสัดส่วนของธุรกิจอื่น ได้แก่ การลงทุนอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่าในสหรัฐฯ ซึ่งปัจจุบันมี Service Apartment 2 แห่งตั้งอยู่ที่บอสตัน อัตราการเช่าเต็ม 100%, ธุรกิจโรงแรมผ่านการลงทุนเองภายใต้แบรนด์ YANH คาดเปิดดำเนินการแห่งแรกที่ราชวัตรใน 4Q22 และพฤษภาคมปี 2025 และมีโอกาสเข้าซื้อกิจการเพิ่มเติม รวมถึงการขยายการลงทุนไปในธุรกิจใหม่ ซึ่งปัจจุบันอยู่ระหว่างเจรจากับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เกี่ยวกับโลจิสติกส์ คาดมีความชัดเจนกลางปี 2) Connecting - เชื่อมต่อเทคโนโลยีกับสินค้าและบริการ รวมถึงเตรียมออก SC Morning Coin ใน 4Q22 3) Sustaining - สร้างแบรนด์ที่นำเชื่อถือ และใส่ใจสิ่งแวดล้อม

### ขับเคลื่อนการเติบโตปี 2022 ด้วยแผน Aggressive

ปี 2022 เผยแผนเชิงรุกตั้งเป้าหมายทำ New High ทุกรายการ ดังนี้ 1) ตั้งเป้ารายได้รวม 2.2 หมื่นล้านบาท (+13% Y-Y) แบ่งเป็นแนวราบ 66%, คอนโด 30% และธุรกิจอื่น 4% 2) ยอด Presales ที่ 2.2 หมื่นล้านบาท แบ่งเป็นแนวราบ 66% และคอนโด 34% 3) แผนรุกเปิดโครงการใหม่รวม 27 โครงการ มูลค่ารวม 4 หมื่นล้านบาท (เทียบกับปี 2021 เปิด 8 โครงการ มูลค่า 9.7 พันล้านบาท) แบ่งเป็นแนวราบ 25 โครงการ มูลค่า 3.35 หมื่นล้านบาท (สูงกว่าที่บริษัทเคยเผยไว้ที่ 2 หมื่นล้านบาท) โดยสัดส่วนกว่า 70% ยังเน้นบ้านราคาสูงกว่า 10 ล้านบาท/ยูนิต พร้อมเปิดแบรนด์ใหม่ระดับ Super Luxury ราคาสูงกว่า 50 ล้านบาท/ยูนิต ส่วนคอนโดเปิดตัว 2 โครงการ มูลค่ารวม 6.5 พันล้านบาท ได้แก่ SCOPE Thonglor คอนโดระดับ Super Luxury ราคาเริ่มต้น 140 ล้านบาท/ยูนิต และอีก 1 แห่งระดับกลางบนแบรนด์ใหม่ที่ตอบสนองความต้องการ Gen Y ที่สาทร-วงเวียนใหญ่ ราคาเริ่มต้น 4 ล้านบาท/ยูนิต 4) งบลงทุนซื้อที่ดินและอสังหาริมทรัพย์รวม 1.15 หมื่นล้านบาท

### ปรับเพิ่มประมาณการปี 2022 เป็น +17% Y-Y ทำ New High

แผนการเปิดโครงการแนวราบถือว่ามากกว่าที่บริษัทเคยเปิดเผย ขณะที่เรายังเชื่อว่าอุปสงค์ในตลาดแนวราบจะแข็งแกร่ง โดยเฉพาะระดับบนซึ่งมีกำลังซื้อดี และ SC ครองส่วนแบ่งสูงสุดในตลาดบ้านเดี่ยวมากกว่า 20 ล้านบาท ทำให้คาดว่าจะเปิดตัวใหม่จะยังได้รับผลตอบรับดีต่อเนื่อง ขณะที่บริษัทยังมีอีกมากการก่อสร้างแนวราบที่ไม่ทันตามยอดขายที่เร่งขึ้นเร็ว โดยปรับระยะเวลาการก่อสร้างสต็อกขายจาก 2 เดือน เป็น 6 เดือน และเพิ่มจำนวนผู้รับเหมา ดังนั้น เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรปกติปี 2022 ขึ้นจากเดิม 4% เป็น 2.38 พันล้านบาท (+17% Y-Y) ตามการปรับยอดโอนขึ้น 5% เป็น 2.1 หมื่นล้านบาท (+12% Y-Y) จากแผนรุกเปิดโครงการแนวราบใหม่ และผลของการบริหารจัดการสต็อกแนวราบทำให้มีสินค้าพร้อมโอนเพิ่มขึ้นชัดเจนตั้งแต่ 3Q22 รวมถึงมีคอนโดสร้างเสร็จใหม่ 3 แห่งใน 4Q22 ทำให้ประเมินว่าโมเมนตัมผลประกอบการ 2H22 จะเด่นขึ้น H-H และ 4Q22 เป็นไตรมาสดีที่สุดในปี โดยมี Backlog ณ สิ้นปี 2021 ที่ 8.5 พันล้านบาท Secured 37% ของคาดการณ์ยอดโอน

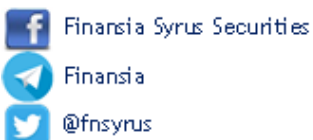
### ปรับราคาเหมาะสมใหม่ขึ้นเป็น 4.60 บาท คงคำแนะนำซื้อ

เราปรับเพิ่มราคาเหมาะสมปี 2022 เป็น 4.60 บาท สะท้อนการปรับประมาณการและปรับเพิ่ม Target PE ขึ้นเป็น 8x เทียบเท่าค่าเฉลี่ย 6 ปีย้อนหลังที่ 7.3x +0.25SD (จากเดิม 7.5x เท่ากับค่าเฉลี่ยในอดีต) สะท้อนมุมมองบวกจากผลประกอบการปี 2022 ที่ทำสถิติสูงสุดใหม่ ผ่านจุดแข็งของความสำเร็จของการเปิดตัวแนวราบระดับบนที่บริษัทถนัด พร้อมคอนโดที่กลับมามีบทบาทอีกครั้ง หลังปี 2020-2021 ไม่มีโครงการโอนใหม่ ขณะที่กลยุทธ์เชิงรุกเปิดตัวโครงการใหม่จะเป็นส่วนรองรับรายได้สังหาริมทรัพย์ใน 3 ปีข้างหน้า บวกกับสร้างการเติบโตใหม่และเป็น Recurring income ผ่านขยายการลงทุนไปในธุรกิจอื่นมากขึ้น ซึ่งอาจทำให้ Valuation ถูก Re-rate ขึ้นในอนาคต โดยปัจจุบันเทรดบน PE2022 ไม่สูง 7x เทียบกับค่าเฉลี่ยกลุ่มฯ 8.9x ระยะสั้นมีปัจจัยบวกจากประกาศจ่ายเงินปันผลงวดเต็มปี 2021 ที่ 0.20 บาท/หุ้น Yield สูง 5% ขึ้น XD วันที่ 29 เม.ย. และจ่ายปันผล 19 พ.ค. 2022 ส่วนแนวโน้มผลประกอบการ 1Q22 คาดขยายตัวได้ Y-Y จึงคงคำแนะนำซื้อ

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021	2022E	2023E
Revenue	18,977	19,475	21,783	22,053
Normalized earnings	1,929	2,025	2,379	2,516
Net profit	1,898	2,062	2,379	2,516
Normalized EPS (Bt)	0.46	0.48	0.57	0.60
EPS (Bt)	0.454	0.492	0.568	0.601
% growth	-6.3	8.4	15.3	5.8
Dividend (Bt)	0.18	0.20	0.23	0.24
BV/share (Bt)	4.46	4.79	5.13	5.49
EV/EBITDA (x)	12.1	12.2	9.7	9.0
Normalized PER (x)	8.6	8.2	7.0	6.6
PER (x)	8.7	8.0	7.0	6.6
PBV (x)	0.9	0.8	0.8	0.7
Dividend yield (%)	4.5	5.1	5.7	6.1
ROE (%)	10.2	10.3	11.1	10.9
YE No. of shares (million)	4,180	4,190	4,190	4,190
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](mailto:Thanyatorn.s@fnsyrus.com)  
[www.fnsyrus.com](http://www.fnsyrus.com)



**Company Overview**

SC ประกอบธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์อย่างครบวงจร ประกอบด้วย

1) ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ประเภทบ้านเดี่ยว ทาวน์เฮ้าส์ และ คอนโด โดยบริษัทเป็นผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ระดับ Luxury โดยเฉพาะตลาดบ้านเดี่ยว อาทิ แกรนด์ Granada, Grand Bangkok Boulevard, The Gentry, Bangkok Boulevard ขณะที่ 3 ปีที่ผ่านมา เริ่มขยายไประดับ Mid-to-Low End ราคาต่ำกว่า 8 ล้านบาทมากขึ้น ภายใต้แบรนด์ PAVE (บ้านเดี่ยว 3-5 ล้านบาท) และ VERVE (ทาวน์เฮ้าส์ 2-3 ล้านบาท) เพื่อลดการพึ่งพาเพียงตลาดบน และครอบคลุมตลาดในทุก Segment รวมถึงเริ่มเจาะไปตลาดต่างจังหวัดในเขต EEC นอกจากนี้ ยังจัดตั้งย่อย SC ALPHA เพื่อดำเนินธุรกิจลงทุนอสังหาริมทรัพย์ในสหรัฐฯ

Price	SDH	TH/Home office	Condo	Price
>50 M	GRANADA		CHIDLOM SCOPE LANGSUAN	>300 K
20 - 50 M	GRAND HEADQUARTERS THE GENTRY		SALADAENG ONE BEATNIQ	
8 - 20 M	boulevard boulevard		THE CREST	200-300 K
5 - 8 M	VENUE life V COMPOUND	WORK PLACE	CENTRIC	120 - 200K
3 - 5 M	PAVE	VISTA	CHAMBERS	60-120K
<3 M		verve		

2) ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อให้เช่าและบริการ

ปัจจุบันมีอาคารสำนักงานให้เช่ารวม 6 อาคาร มีพื้นที่เช่ารวม 1.2 หมื่นตร.ม. ประกอบด้วยอาคารซินิวทิวทาวเวอร์ 1-2-3, เอสซี ทาวเวอร์, สำนักงานขนาดกลาง 2 แห่ง และอาคารสถานีชุมสายโทรศัพท์เคลื่อนที่ ซึ่งอัตราให้เช่าเฉลี่ย 90-100%

3) ธุรกิจให้บริการที่ปรึกษาและจัดการ รวมถึงการให้บริการหลังการขาย ผ่านบริษัทย่อย อาทิ บ.บริดจ์ กรุ๊ป เป็นตัวแทนซื้อ ขาย เช่า อสังหาริมทรัพย์ แลสูง เจาะกลุ่มลูกค้าต่างประเทศ

**Valuation Methodology**

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ SC ที่ 4.60 บาท อิง PER 8 เท่า เทียบเท่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 6 ปี +0.25SD

จุดเด่นคือ ฐานะผู้นำตลาดบ้านเดี่ยวระดับบนซึ่งมีแบรนด์และอุปสงค์แข็งแกร่ง รวมถึงผลตอบแทนปันผลอยู่ในเกณฑ์ดี คาด 5-6% ต่อปี จ่ายปีละครั้ง โดยอิงสมมติฐาน Dividend Payout 40% ขณะที่ความน่าสนใจคือ คาดการณ์กำไรปี 2022 ทำระดับสูงสุดใหม่

**ESG**

**Environment**

- ทุกโครงการของบริษัทได้จัดให้มีระบบบำบัดน้ำเสียสำหรับบ้านแต่ละหลัง และระบบบำบัดน้ำเสียส่วนกลางเพื่อไม่ให้ส่งผลกระทบต่อแหล่งน้ำสาธารณะ
- การออกแบบระบบสาธารณูปโภคที่เหมาะสมเพื่อไม่ให้ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม โดยเฉพาะคอนโดมิเนียมขนาดใหญ่ทุกอาคารจะต้องจัดทำรายงานการวิเคราะห์ผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม (EIA) และจะต้องผ่านความเห็นชอบจากสำนักงานนโยบายและแผนทรัพยากรธรรมชาติและสิ่งแวดล้อม ก่อนดำเนินการก่อสร้าง

**Social**

- บริษัทใช้ศักยภาพขององค์กรในด้านต่างๆ เข้าไปให้ความช่วยเหลือและพัฒนาทั้งโครงการระยะสั้นและระยะยาว โดยมุ่งเน้นให้เกิดการมีส่วนร่วมของภาคส่วนต่างๆ ทั้งพนักงาน ลูกค้า คู่ค้า พันธมิตร และชุมชน เพื่อเชื่อมโยงสังคมและชุมชนให้มีคุณภาพชีวิตและความเป็นอยู่ที่ดีขึ้นอย่างยั่งยืน ผ่านการจัดกิจกรรม อาทิ SC Run For Good Morning, กิจกรรมแข่งขันกอล์ฟการกุศล, ส่งเสริมคุณภาพชีวิตผู้พิการและผู้สูงอายุผ่านโครงการต่อบ้านเดิมฝัน, โครงการ สร้างมิตรชีวิต เพื่อแบ่งปันรอยยิ้ม และความสุขให้คนในสังคม เป็นต้น
- บริษัทมีนโยบายในการดำเนินธุรกิจโดยมุ่งเน้นให้เกิดผลกระทบในทางลบให้น้อยที่สุด หรือไม่มีเลย ต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ทั้งสังคมใกล้ และไกล ทั้งทางตรง และทางอ้อม และยังคงมุ่งมั่นในการสร้างคุณค่าร่วมกันด้วยความจริงใจ

**Governance**

- บริษัทได้กำหนดและเผยแพร่จรรยาบรรณในการประกอบธุรกิจให้กับผู้เกี่ยวข้อง กรรมการ ผู้บริหารและพนักงานทุกคนรับทราบ เพื่อให้ยึดปฏิบัติโดยเคร่งครัด เช่น แนวปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้น ลูกค้า พนักงาน เจ้าหนี้ คู่ค้า คู่แข่งทาง การค้า ชุมชน สังคมและสิ่งแวดล้อม การไม่ละเมิดทรัพย์สินทางปัญญา การจัดอบรมแก่พนักงานด้านสิ่งแวดล้อม
- บริษัทมีนโยบายในการดำเนินธุรกิจอย่างโปร่งใส (transparency) และตรวจสอบได้ ใช้หลักจริยธรรม ต่อต้านทุจริต และคอร์รัปชันในทุกขั้นตอนของการดำเนินธุรกิจ
- บริษัทกำหนดบทบาทและหน้าที่การดำเนินการให้คณะกรรมการและฝ่ายบริหารจัดการ มีส่วนร่วมกันและแบ่งแยกกันเพื่อให้เกิดความชัดเจนในการดำเนินงาน

Figure 1: New Launches Plan in Y2022

Period	No.	Product	Project	Total Value (MB)
1H22	1	SDH	PAVE Petchkasem - Sai 4	1,100
	2	SDH/TH	V Compound Bangna - Srinakarin	390
	3	SDH	Bangkok Boulevard Bangna - Srinakarin	1,770
	4	SDH	VENUE ID Pinklao - Salaya	1,180
	5	SDH	VENUE ID Phaholyothin - Rangsit	1,720
	6	SDH	Bangkok Boulevard Ramkumhaeng - Wongwaen	750
	7	SDH	Bangkok Boulevard Tiwanon - Rangsit	740
	8	SDH	Bangkok Boulevard Ramintra - Watcharapol	2,500
	9	SDH	Bangkok Boulevard Signature Chiangwattana	1,390
	10	SDH	Bangkok Boulevard Signature Prachachuen	710
	11	SDH	The Gentry Kaset - Navamin	1,450
	12	CONDO	SCOPE Thong Lor	2,500
	13	CONDO	NEW BRAND Sathorn - Wong Wian Yai	4,000
2H22	14	SDH	Bangkok Boulevard Ramintra	1,200
	15	SDH	VENUE ID Motorway - Rama 9	1,650
	16	SDH	Grand Bangkok Boulevard Ratchaphruek - Pinklao	2,020
	17	SDH	Grand Bangkok Boulevard Sukhumvit - Srinakarin	780
	18	SDH	PAVE Rangsit - Vibhavadi	1,200
	19	SDH/TH	V Compound Rangsit - Vibhavadi	850
	20	SDH	Bangkok Boulevard Chiangwattana - Ratchaphruek	890
	21	SDH	VENUE ID Vibhavadi - Phaholyothin	1,340
	22	SDH	Bangkok Boulevard Vibhavadi - Phaholyothin	1,900
	23	SDH	Bangkok Boulevard Bangna Km.5	1,760
	24	SDH	Grand Bangkok Boulevard Ramintra - Kasetnavamin	2,700
	25	SDH	Bangkok Boulevard Signature - Rama 5	400
	26	SDH	The Gentry Phattanakan 2	2,060
	27	SDH	NEW BRAND	730
<b>TOTAL</b>				<b>39,680</b>

Source: SC Presentation

Figure 2: SC 6 Years P/E Band (x)



Source: Bloomberg, Finansia Research

## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

### ความเสี่ยงจากสถานการณ์เศรษฐกิจโลก

เศรษฐกิจไทยภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่มีความสัมพันธ์โดยตรงต่อการเติบโตของเศรษฐกิจ เนื่องจากจะส่งผลกระทบต่อ การตัดสินใจซื้อหรือลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ของผู้บริโภค ทั้งจากในประเทศและต่างประเทศ

### ความเสี่ยงจากความเข้มงวดด้านสินเชื่อของสถาบันการเงิน

มาตรการการกำกับดูแลสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย (LTV) ที่เข้มงวดมากขึ้นของ ธปท. ส่งผลให้อัตราการปฏิเสธสินเชื่อสูงขึ้น และความสามารถในการซื้อของลูกค้าลดลง กระทบโดยตรงกับผู้ประกอบการในกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

### ความเสี่ยงจากการจัดหาที่ดินเพื่อพัฒนาโครงการ

การจัดหาที่มีศักยภาพเป็นปัจจัยสำคัญในการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ ขณะที่การแข่งขันในการจัดซื้อที่ดินและราคา ที่ดินที่ปรับสูงขึ้นมาก ส่งผลให้ต้นทุนที่ดินเกินกว่าที่ประมาณการไว้ อาจทำให้การพัฒนาโครงการยากมากขึ้น, อัตรา กำไรขั้นต้นลดลง และเพิ่มความเสี่ยงในการขาย

### ความเสี่ยงจากการปรับเปลี่ยนกฎระเบียบ ข้อบังคับ หรือกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

การเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบ ข้อบังคับ หรือการออกกฎหมายใหม่จะส่งผลกระทบต่อธุรกิจอสังหาริมทรัพย์โดยตรง โดยเฉพาะ ต้นทุน และผลการดำเนินงาน อาทิ พระราชกำหนดการบริหารจัดการการทำงานของคนต่างด้าว, พระราชบัญญัติภาษี ที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง

### ความเสี่ยงจากการมีกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่

ณ สิ้นปี 2019 บริษัทมีกลุ่มครอบครัวชินวัตรถือหุ้นในสัดส่วน 60.39% ของจำนวนหุ้นสามัญซึ่งถือเป็นกลุ่มผู้ถือหุ้นราย ใหญ่สามารถควบคุมเสียงของที่ประชุมผู้ถือหุ้นได้เกือบทั้งหมด ทั้งการแต่งตั้งกรรมการ หรือการขอมติในเรื่องอื่นที่ต้อง ใช้คะแนนเสียงส่วนใหญ่ของที่ประชุมผู้ถือหุ้น (ยกเว้นเรื่องกฎหมายหรือข้อบังคับบริษัท) ดังนั้นผู้ถือหุ้นรายอื่นจึงไม่อาจ สามารถรวบรวมคะแนนเสียงเพื่อตรวจสอบและถ่วงดุลเรื่องที่ผู้ถือหุ้นใหญ่เสนอได้

**Income Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Revenue	17,637	18,977	19,475	21,783	22,053
Cost of sales	11,846	13,127	13,482	14,951	15,081
Gross profit	5,790	5,850	5,993	6,832	6,972
SG&A	3,218	3,314	3,336	3,703	3,749
Operating profit	2,572	2,536	2,656	3,129	3,223
Other income	38	65	41	50	50
EBIT	2,610	2,601	2,697	3,179	3,273
EBITDA	2,742	2,751	2,846	3,354	3,458
Interest charge	146	155	104	113	124
Tax on income	512	504	552	644	646
Earnings after tax	1,952	1,942	2,041	2,422	2,504
Minority Interests	-10	-10	-11	60	50
Norm profit	1,948	1,929	2,025	2,379	2,516
Extraordinary items	79	-31	37	0	0
Net profit	2,026	1,898	2,062	2,379	2,516

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Net profit	1,937	1,919	2,014	2,438	2,566
Depreciation etc.	132	150	149	175	185
Change in working capital	-4,062	3,683	-1,879	1,492	-182
Other adjustments	0	0	0	0	1
Cash flow from operation	-1,982	5,762	296	4,046	2,520
Capital expenditures	-258	-2,376	323	-946	-238
Others	0	0	0	0	1
Cash flow from investing	-258	-2,376	323	-946	-237
Free cash flow	-2,241	3,386	618	3,100	2,283
Net borrowings	2,585	-1,187	3,186	-4,324	-698
Equity capital raised	-6	-8	82	41	51
Dividend paid	-599	-825	-696	-951	-1,007
Others	0	0	0	0	1
Cash flow from financing	1,979	-2,021	2,571	-5,234	-1,653
Net Change in cash	-261	1,365	3,190	-2,134	631

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Cash and equivalent	890	4,477	6,313	4,179	4,807
Accounts receivable	158	182	146	209	212
Inventory	33,906	30,167	33,092	33,483	33,746
Other current asset	1,465	509	450	653	662
Total current assets	36,419	35,335	40,002	38,525	39,426
Investment	6,537	6,533	7,393	7,574	7,579
PPE	1,201	1,210	1,232	1,822	1,869
Other assets	1,118	1,241	1,128	1,010	1,010
Total Assets	45,276	44,319	49,754	48,931	49,884
Short term loan	8,697	7,872	6,981	6,900	6,200
Account payable	1,226	519	722	1,089	1,103
Current maturities	4,257	4,450	6,406	4,141	4,141
Other current liabilities	2,622	2,526	3,194	4,030	4,080
Total current liabilities	16,802	15,366	17,303	16,160	15,524
Long term debt	9,482	8,928	11,048	9,071	9,072
Other LT liabilities	1,444	1,382	1,349	2,178	2,205
Total liabilities	27,729	25,676	29,701	27,409	26,802
Registered capital	4,379	4,380	4,380	4,381	4,382
Paid-up capital	4,180	4,180	4,190	4,190	4,190
Share Premium	319	319	334	319	320
Legal reserve	438	438	438	438	438
Retained earnings	12,603	13,707	15,037	16,464	17,974
Others	16	18	82	82	82
Minority Interest	-9	-19	-30	29	79
Shareholders' equity	17,547	18,643	20,054	21,522	23,082

**Important Ratios**

	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>Growth (%)</b>					
Revenue	12.9	7.6	2.6	11.9	1.2
EBITDA	11.9	0.3	3.5	17.9	3.1
Net profit	13.7	-6.3	8.7	15.3	5.8
Normalized earnings	9.3	-0.9	5.0	17.4	5.8
<b>Profitability (%)</b>					
Gross profit margin	32.8	30.8	30.8	31.4	31.6
EBITDA margin	15.5	14.5	14.6	15.4	15.7
EBIT margin	14.8	13.7	13.8	14.6	14.8
Normalized profit margin	11.0	10.2	10.4	10.9	11.4
Net profit margin	11.5	10.0	10.6	10.9	11.4
Normalized ROA	4.3	4.4	4.1	4.9	5.0
Normalized ROE	11.1	10.3	10.1	11.1	10.9
Normalized ROCE	6.8	6.7	6.2	7.3	7.3
<b>Risk (x)</b>					
DE	1.6	1.4	1.5	1.3	1.2
Net D/E	1.5	1.1	1.2	1.1	1.0
Net debt/EBITDA	9.8	7.7	8.2	6.9	6.4
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	0.48	0.45	0.49	0.57	0.60
Normalized EPS	0.47	0.46	0.48	0.57	0.60
EBITDA	0.66	0.66	0.68	0.80	0.83
Book value	4.20	4.46	4.79	5.13	5.49
Dividend	0.19	0.18	0.20	0.23	0.24
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	8.2	8.7	8.0	7.0	6.6
Norm P/E	8.5	8.6	8.2	7.0	6.6
P/BV	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	13.9	12.1	12.2	9.7	9.0
Dividend yield (%)	4.8	4.5	5.1	5.7	6.1

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>สำนักงานอัมมาลิงค์</b> 25 อาคารอัมมาลิงค์ 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 1 ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิญญู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p>	<p><b>สาขา เคียนหวน (สีลม 2)</b> 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิญญู 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.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300</p>	<p><b>สาขา แจ้งวัฒนะ</b> 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิทเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193</p>		
<p><b>สาขา ขอนแก่น</b> 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) 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> 758 ถ.พหลโยธิน ต.เวียง 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 ดรง</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.สุตะมิแล 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, 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 2021

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 เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 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 ตุลาคม 2564) มี 2 กลุ่ม คือ
  - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
  - ได้รับการรับรอง CAC