

**BUY**

**บมจ. ออริจิ้น พร็อพเพอร์ตี้**

Previous	BUY
<b>2022 Target Price (Bt)</b>	<b>15.00</b>
Price (03/05/2022)	11.00
up/downside (%)	+36.4
SET Index	1,652.29
Sector	Property Development
Foreign limit/actual (%)	49.00/4.71
Free float (%)	32.28
Market cap (Bt m)	26,995.35
Avg daily T/O (Bt m) (2022 YTD)	111.04
hi, lo, avg (Bt) (2022 YTD)	12.70, 10.50, 11.60
IOD 2021	5
THAI CAC	Certified

## 1Q22 อ่อนลงระยะสั้น แต่กลาง-ยาวยังแกร่ง

ประเมินกำไรสุทธิ 1Q22 ลดลง 13% Q-Q และ 15% Y-Y ที่ 700 ล้านบาท แม้มีปัจจัยบวกจากการเซ็นสัญญา JV 5 โครงการ แต่คอนโดใหญ่ Park Origin Thonglor ถูกเลื่อนโอนเป็น 2Q22 อย่างไรก็ดี คาด 2Q22 จะกลับมาฟื้นตัว และไต่ระดับขึ้นต่อก่อนทำจุดสูงสุดใน 4Q22 ตามการโอนคอนโดสร้างเสร็จใหม่ โดยเฉพาะไฮไลท์ Park Origin 3 แห่งที่กระจายในทุกไตรมาส บวกกับแนวราบที่รุกเปิดตัวหนักใน 2H22 เราคงมุมมองบวกต่อภาวะระยะกลาง-ยาว ทั้งกำไรปกติปี 2022 คาด +35% Y-Y บน Backlog รองรับแล้ว 77% รวมถึงต่อยอดด้วยธุรกิจใหม่ที่จะเริ่มเก็บเกี่ยวทั้งคลังสินค้าและกัญชงตั้งแต่ 2Q22 ยังแนะนำซื้อราคาเหมาะสม 15 บาท โดยมี Catalyst ปีผลงวด 2H21 Yield 4% XD 9 พ.ค.

**ยอด Presales 1Q22 ทำได้ตามเป้า คิดเป็น 23% ของเป้าหมายปี**

ยอด Presales 1Q22 ทำได้ 8 พันล้านบาท (+10% Q-Q, +4% Y-Y) หนุนจากการขยายตัวของทั้งแนวราบ (+11% Q-Q, +15% Y-Y) และคอนโด (+9% Q-Q, +0.2% Y-Y) จากการเน้นขายสต็อกพร้อมโอน บวกกับการเปิดโครงการใหม่เป็นคอนโด 6 โครงการ และแนวราบ 1 โครงการ ซึ่ง Take-up rate เฉลี่ย 50% สูงใกล้เคียงระดับที่ทำได้ใน 1Q21 และดีกว่าค่าเฉลี่ยของการเปิดตัวคอนโดใหม่ของตลาดรวมทั้งปี 2021 ที่ 24% โดยยอด Presales 1Q22 คิดเป็น 23% ของเป้าหมายปี ขณะที่ทิศทางยอด Presales เร่งขึ้นในช่วงที่เหลือของปี ตามแผนการเปิดโครงการใหม่จำนวนมาก โดย 2Q22 เปิดตัว 8 โครงการ มูลค่ารวม 1.3 หมื่นล้านบาท (คอนโด 7 แห่ง, แนวราบ 1 แห่ง) และใน 2H22 เปิดตัวเพิ่มอีก 17 โครงการ มูลค่ารวม 1.9 หมื่นล้านบาท

**คาดการณ์ 1Q22 -13% Q-Q, -15% Y-Y จากโอนโครงการใหม่ล่าช้า**

เราประเมินกำไรสุทธิ 1Q22 ที่ 700 ล้านบาท (-13% Q-Q, -15% Y-Y) แม้มีปัจจัยบวกจากการเซ็น JV 5 โครงการใหม่ (คอนโด 2 แห่ง, แนวราบ 2 แห่ง) ทำให้บันทึกจากกำไรขายเงินลงทุนใน JV และรายได้ค่าบริการโครงการ อย่างไรก็ตาม คอนโด JV ขนาดใหญ่ Park Origin Thonglor (มูลค่า 9.1 พันล้านบาท, มียอดขาย 75%) เลื่อนกำหนดโอนจากปลาย 1Q22 ไปเป็น 2Q22 ส่งผลให้ผลประกอบการลดลง Q-Q, Y-Y ขณะที่ยอดโอนคอนโดอยู่ที่ 3.1 พันล้านบาท (-10% Q-Q, -10% Y-Y) แม้แนวราบขายดี แต่ส่วนของคอนโดลดลง เนื่องจากคอนโดสร้างเสร็จใหม่มีเพียง The Origin Ram 209 Interchange ซึ่งมูลค่าโครงการน้อยกว่าใน 4Q21 ที่รับรู้ Park Origin Phayathai และเทียบกับ 1Q21 ที่เริ่มโอน 2 โครงการ สำหรับอัตรากำไรขั้นต้นขายออกสูงหาคาดดีขึ้นเป็น 34.6% จาก 33.4% ใน 4Q21 หลังรับรู้โครงการใหม่ที่มีมาร์จิ้นสูงขึ้น แต่ลดลงจาก 36.0% ใน 1Q21 ตามสัดส่วนแนวราบสูงขึ้น

**คาด 1Q22 เป็นจุดต่ำสุดของปี ก่อนฟื้นตัวต่อเนื่องตั้งแต่ 2Q22**

โมเมนตัมผลประกอบการคาดกลับมาฟื้นตัวใน 2Q22 และไต่ระดับขึ้นต่อเนื่องก่อนทำระดับสูงสุดของปีใน 4Q22 ขับเคลื่อนจาก 1) คอนโดสร้างเสร็จใหม่เพิ่ม 6 โครงการที่กระจายในทุกไตรมาส โดยเฉพาะโครงการ JV ขนาดใหญ่อย่าง Park Origin Thonglor, Park Origin Ratchathewi และ Park Origin Chula Samyan ส่งมอบใน 2Q-4Q22 ตามลำดับ 2) ยอดโอนแนวราบที่เร่งตัวขึ้น โดยให้นำหนักใน 2H22 ที่เปิดตัวจำนวนมาก 3) มี Upside Risk จากพัฒนาโครงการ JV ใหม่ที่คาดเกิดขึ้นในทุกไตรมาส เป็นส่วนเพิ่มการรับรู้กำไรและรายได้ในไตรมาสที่เซ็นสัญญา 4) ปัจจัยเกือหนุนจากสถานการณ์ COVID-19 คลายตัว, การเริ่มกลับมาของลูกค้าต่างชาติหลังเปิดประเทศ, กิจกรรมก่อสร้างราบรื่น รวมถึงการผ่อนคลายมาตรการ LTV ที่มีผลถึงปลายปี เป็นบวกต่อระบายสต็อกคอนโดพร้อมโอน 1 หมื่นล้านบาท

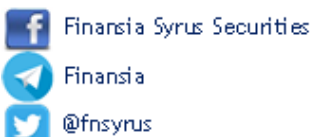
**ระยะกลาง-ยาวเป็นบวก คงคำแนะนำซื้อ และยังเป็นตัวเลือกที่น่าสนใจ**

แม้ระยะสั้นบ 1Q22 ชะลอตัว แต่เรายังยืนยันภาวะระยะกลาง-ยาวที่แข็งแกร่งจาก 1) คงประมาณการกำไรปกติปี 2022 ที่ 3.4 พันล้านบาท +35% Y-Y (ดีกว่ากลุ่มอสังหาริมทรัพย์ +14% Y-Y) บน Backlog แข็งแกร่ง รองรับยอดโอนเป็น 77% สูงกว่าผู้ที่มีพอร์ตคอนโดรายอื่นเฉลี่ย 60%) 2) โมเดลธุรกิจเป็นมากกว่าธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ขยายไปลงทุนธุรกิจอื่นสร้างการเติบโตรอบใหม่ โดยเริ่มเก็บเกี่ยวธุรกิจคลังสินค้าและกัญชงตั้งแต่ 2Q22 ส่วน Wellness Complex และธุรกิจ AMC คาดชัดเจนขึ้นในปีหน้า อีกทั้ง, ล่าสุด One Origin เข้าซื้อโรงแรม 3 แห่งจาก ERW 3) Valuation อยู่ในโซนต่ำ ซื้อขายบน PE2022 ที่ 7.9x ต่ำกว่ากลุ่มอสังหาริมทรัพย์เฉลี่ย 9.3x ไม่สอดคล้องกับพื้นฐานที่ ORI ประกอบธุรกิจที่หลากหลายกว่า พร้อมผลตอบแทนปันผล 5% ต่อปี จึงคงคำแนะนำซื้อ ราคาเหมาะสม 15 บาท (SOTP) โดยมี Catalyst ปีผลงวด 2H21 ที่ 0.42 บาท/หุ้น Yield 4% ขึ้น XD 9 พ.ค. และจ่าย 24 พ.ค. 2022

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021	2022E	2023E
Revenue	10,486	14,548	17,822	19,487
Normalized profit	2,517	2,518	3,410	3,887
Net profit	2,698	3,194	3,410	3,887
EPS (Bt) - norm	1.03	1.03	1.39	1.58
EPS (Bt)- reported	1.10	1.30	1.39	1.58
% growth y-y	-10.9	18.4	6.8	14.0
Dividend/share (Bt)	0.49	0.54	0.56	0.63
BV/share (Bt)	4.64	6.09	6.20	7.07
EV/EBITDA (x)	14.6	10.1	9.5	8.5
PER (x) - norm	10.7	10.7	7.9	6.9
PER (x)	10.0	8.4	7.9	6.9
PBV (x)	2.4	1.8	1.8	1.6
Dividend yield (%)	4.5	4.9	5.1	5.8
ROE (%)	23.5	22.9	21.2	22.5
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



### Company Overview

ORI ประกอบด้วยธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อขาย ประกอบด้วย คอนโดมิเนียม และบ้านจัดสรร รวมถึงขยายพัฒนาไปยังโครงการอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่า อาทิ โรงแรม ซึ่งปัจจุบันเปิดให้บริการแล้ว 2 แห่งอย่าง Staybridge Suites Bangkok ทองหล่อ และ Holiday Inn Hotel & Suites ศรีราชา แหลมฉบัง รวมถึงเซอร์วิสอพาร์ทเมนท์ และพื้นที่ค้าปลีก นอกจากนี้ มีกลุ่มธุรกิจให้บริการที่เกี่ยวกับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ บริการจัดหาผู้เช่าห้องชุด และบริการรับจ้างบริหารโครงการนิติบุคคลอาคารชุด ผ่านบริษัท PRIMO รวมถึงล่าสุดขยายลงทุนในอุตสาหกรรมอื่น อาทิ ธุรกิจ Logistic, สุขภาพ, บริหารสินทรัพย์, พลังงาน และอาหาร

จุดเด่น และกลยุทธ์ในการแข่งขันคือ ทำเลที่ตั้งโครงการ เน้นตามแนวรถไฟฟ้าในกรุงเทพฯ และย่านนิคมอุตสาหกรรม, การออกแบบที่เป็นเอกลักษณ์ และนวัตกรรมการออกแบบห้องชุดเพื่อการใช้ประโยชน์สูง

มีการร่วมทุนกับพันธมิตรในประเทศและต่างชาติ ทั้งโครงการอสังหาริมทรัพย์เพื่อขาย 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) Knightsbride เป็นระดับกลางบนถึงบน และ 5) Park Origin เป็นระดับ Luxury

บ้านจัดสรรมี 4 แปรพันธุ์ คือ 1) Britania ราคา 3-7 ลบ. 2) Grand Britania เป็นระดับกลางถึงบน ราคา 7-10 ลบ. 3) Brighton เป็นทาวน์โฮมระดับกลางถึงล่าง ราคา 2-5 ลบ. 4) Belgravia เป็นระดับ Luxury ราคา 10-35 ลบ.

### Valuation Methodology

เราประเมินราคาเหมาะสมของ ORI ปี 2022 เท่ากับ 15 บาท ด้วยวิธี SOTP จากธุรกิจของ ORI อิง PE 11 เท่า อ้างอิงค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลัง +2.0SD และให้ Premium จากแผนการขยายลงทุนในอุตสาหกรรมอื่นที่ชัดเจนขึ้น บวกกับเงินลงทุนในบริษัทลูกอย่าง BRI ตามสัดส่วนที่ถือ โดยราคาเหมาะสมปี 2022 ที่ 13 บาท โดยราคาเป้าหมาย Implied เป็น PE2022 ที่ 10.8 เท่า

### 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 ด้านสิทธิมนุษยชนและเจ้าหน้าที่สถาบันการเงิน โดยดำเนินพันธกิจและลูกค้า 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 คณะกรรมการสรรหาและพิจารณาตอบแทน รวมถึงคณะกรรมการบริหาร โดยคณะกรรมการแต่ละชุดจะมีการกำหนดขอบเขตอำนาจหน้าที่อย่างชัดเจน และมีกรรมการอิสระเป็นกรรมการในแต่ละคณะ
- กำหนดนโยบายและมาตรการต่อต้านการคอร์รัปชัน และนโยบาย/ประกาศที่เกี่ยวข้อง เป็นลายลักษณ์อักษร อาทิ นโยบายการแจ้งเบาะแสการกระทำผิด (Whistle Blowing Policy), นโยบายและแนวปฏิบัติการให้รับของขวัญ, คู่มือการปฏิบัติงานสำหรับกระบวนการที่มีความเสี่ยงในการเกิดการทุจริตคอร์รัปชัน และได้มีการสื่อสารให้กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานทุกคนรับทราบ

**1Q22E Earnings Preview**

(Bt mn)	1Q22E	4Q21	%Q-Q	1Q21	%Y-Y
Revenue	3,352	3,694	-9.3	3,630	-7.7
Costs	2,027	2,280	-11.1	2,206	-8.1
Gross profit	1,324	1,414	-6.3	1,424	-7.0
SG&A costs	554	653	-15.3	575	-3.6
Interest charge	77	78	-1.0	67	14.1
Norm profit	493	606	-18.6	700	-29.5
Net profit	700	808	-13.4	825	-15.2
Gross margin (%)	39.5	38.3	1.2	39.2	0.3
Norm earnings margin (%)	14.7	16.4	-1.7	19.3	-4.6
Net profit margin (%)	20.9	21.9	-1.0	22.7	-1.9

Source: *Finansia Estimate*

**Figure 1: New Launches Plan in Y2022**



Sources: *Company Presentation*

**Figure 2: Condo projects expected to transfer in Y2022**

Project	Value (MB)	Sold%	Transfer
The Origin Ram 209 Interchange	2,050	79%	1Q22
Park Origin Thonglor (JV)	12,000	75%	2Q22
The Origin Ladprao 15	460	43%	2Q22
The Origin Onnut	700	87%	2Q22
Park Origin Ratchathewi (JV)	3,000	95%	3Q22
Park Origin Chula-Samyang (JV)	4,600	98%	4Q22
Hampton Sriracha by Origin and Dusit (JV)	1,600	74%	4Q22

Sources: *Company data, Finansia Research*

Figure 3: Peers Comparison

Ticker	2021 GPM (%)	2021 NPM (%)	2021 ROE (%)	Norm Profit Growth 2022E (%)	Norm Profit Growth 2023E (%)	Forward PE2022 (x)	Forward PE2023 (x)	Div Yield Y2022E (%)
AP TB	32.4	13.2	14.7	6.8	3.0	7.5	7.3	4.6
ASW TB	44.7	19.3	19.3	21.8	33.1	6.0	4.5	6.8
BRI TB	31.5	15.8	27.9	89.2	28.2	8.3	6.6	5.2
LH TB	31.5	21.4	13.7	16.3	10.1	14.0	12.7	5.9
LPN TB	28.9	5.4	2.6	132.5	4.8	9.5	9.1	7.3
NOBLE TB	33.0	13.6	16.6	16.7	21.8	6.3	5.2	9.6
PSH TB	28.9	7.9	6.1	46.6	5.2	8.4	8.0	9.0
QH TB	29.8	20.6	8.0	19.8	12.5	11.9	10.6	7.7
SC TB	30.8	10.6	10.1	15.4	5.8	6.1	5.8	6.6
SIRI TB	31.5	7.0	4.1	20.0	3.5	7.0	6.8	7.8
SPALI TB	39.9	24.2	15.3	-11.6	3.1	7.5	7.3	6.5
<b>Avg</b>	<b>33.0</b>	<b>14.5</b>	<b>12.5</b>	<b>13.8</b>	<b>8.3</b>	<b>9.3</b>	<b>8.6</b>	
ORI TB	38.0	22.0	22.9	35.4	14.0	7.9	6.9	5.1

Source: Bloomberg, Finansia Research, FSSIA

## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

### ความเสี่ยงจากภาวะตลาดและความไม่แน่นอนของสภาพเศรษฐกิจ

ความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจที่ได้รับผลกระทบทั้งจากภายในและภายนอกประเทศ ส่งผลกระทบต่อกำลังซื้อทั้งในประเทศและต่างประเทศ ขณะที่สถานการณ์อุปทานส่วนเกินที่ยังไม่ดีขึ้น ท่ามกลางอุปสงค์ที่อ่อนแอลง กระทบให้ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์อยู่ในสภาวะการแข่งขันสูง

### ความเสี่ยงด้านนโยบายการปล่อยสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยของสถาบันการเงิน

มาตรการการกำกับดูแลสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย (LTV) ที่เข้มงวดมากขึ้นของ ธปท. ส่งผลให้อัตราการปฏิเสธสินเชื่อสูงขึ้น และความสามารถในการซื้อของลูกค้าลดลง กระทบโดยตรงกับผู้ประกอบการในกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

### ความเสี่ยงจากยอดขายถูกยกเลิก

หากมียอดยกเลิก (Cancellation rate) จากลูกค้า จะส่งผลกระทบต่อคุณภาพของ Backlog และคาดการณ์ผลการดำเนินงาน

### ความเสี่ยงด้านงานก่อสร้าง

หากผู้รับเหมา มีการส่งมอบงานล่าช้า จะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ทั้งการรับรู้รายได้ และอัตรากำไร

### ความเสี่ยงจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 ที่ยืดเยื้อ

สถานการณ์การแพร่ระบาดของ COVID-19 ที่ยืดเยื้อ กระทบต่อเศรษฐกิจ และกำลังซื้อของลูกค้า ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อตลาดอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากเป็นสินทรัพย์ขนาดใหญ่ ท่ามกลางความไม่แน่นอนทำให้ลูกค้ายังไม่ตัดสินใจซื้อและมีภาระ

### ความเสี่ยงจากสภาพคล่องทางการเงิน

บริษัทมีแผนขยายตัวในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ต่อเนื่องจึงต้องอาศัยเงินทุนที่เพียงพอในการพัฒนาโครงการ ซึ่งหากบริษัทมีปัญหาดังกล่าว จะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและสภาพคล่อง

**Income Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Revenue	13,197	10,486	14,548	17,822	19,487
Cost of sales	6,934	6,308	9,018	10,926	11,876
Gross profit	6,263	4,178	5,530	6,896	7,611
SG&A	2,687	1,822	2,344	2,666	2,893
Operating profit	3,576	2,356	3,186	4,230	4,718
Other income	465	448	719	50	50
EBIT	4,041	2,803	3,904	4,280	4,768
EBITDA	4,160	2,968	4,087	4,455	4,948
Interest charge	273	263	297	355	350
Tax on income	756	524	865	785	884
Earnings after tax	3,012	2,016	2,743	3,140	3,534
Minority Interests	114	102	183	559	613
Norm profit	2,659	2,517	2,518	3,410	3,887
Extraordinary items	367	181	676	0	0
Net profit	3,027	2,698	3,194	3,410	3,887

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Cash and equivalent	1,330	808	1,966	1,265	1,072
Accounts receivable	530	314	1,306	713	779
Inventory	22,582	23,430	22,846	24,561	26,300
Other current asset	1,731	1,876	1,709	2,317	2,533
Total current assets	26,481	26,503	28,056	28,956	30,785
Investment	2,730	3,812	4,438	4,438	4,638
PPE	2,356	2,946	2,560	2,934	3,034
Other assets	513	432	344	718	745
Total Assets	32,079	33,694	35,398	37,045	39,202
Short term loan	1,740	1,546	2,327	1,196	1,197
Account payable	2,574	2,874	2,219	3,289	3,417
Current maturities	4,708	7,644	6,182	7,718	7,587
Other current liabilities	1,800	1,504	1,084	1,138	1,195
Total current liabilities	10,822	13,568	11,811	13,342	13,396
Long term debt	9,606	7,428	7,063	6,629	6,560
Other LT liabilities	717	690	584	867	901
Total liabilities	21,146	21,686	19,458	20,838	20,856
Registered capital	1,546	1,546	1,546	1,546	1,546
Paid-up capital	1,226	1,226	1,226	1,226	1,226
Share Premium	2,337	2,337	2,337	2,337	2,337
Legal reserve	155	155	155	155	155
Retained earnings	6,089	7,785	9,725	11,601	13,739
Others	-38	-38	-38	-38	-38
Minority Interest	1,277	635	1,003	1,003	1,003
Shareholders' equity	10,934	12,008	15,940	16,207	18,345

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Net profit	3,012	2,016	2,743	3,140	3,534
Depreciation etc.	119	165	183	175	180
Change in working capital	-3,951	-719	-1,335	-698	-1,833
Other adjustments	0	0	0	0	0
Cash flow from operation	-1,173	1,963	1,366	2,888	2,234
Capital expenditures	-2,313	-1,605	-577	-417	-480
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from investing	-2,313	-1,605	-577	-417	-480
Free cash flow	-3,486	358	789	2,471	1,754
Net borrowings	3,523	564	-1,046	-29	-199
Equity capital raised	-68	-622	1,992	0	0
Dividend paid	-459	-821	-578	-1,535	-1,749
Others	0	0	0	-1,608	0
Cash flow from financing	2,996	-879	369	-3,171	-1,948
Net Change in cash	-489	-522	1,158	-700	-194

**Important Ratios**

	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>Growth (%)</b>					
Revenue	-16.2	-20.5	38.7	22.5	9.3
EBITDA	-10.8	-28.6	37.7	9.0	11.1
Net profit	-9.3	-10.9	18.4	6.8	9.0
Normalized earnings	-6.2	-5.3	0.0	35.4	14.0
<b>Profitability (%)</b>					
Gross profit margin	47.5	39.8	38.0	38.7	39.1
EBITDA margin	31.5	28.3	28.1	25.0	25.4
EBIT margin	30.6	26.7	26.8	24.0	24.5
Normalized profit margin	20.2	24.0	17.3	19.1	19.9
Net profit margin	22.9	25.7	22.0	19.1	19.9
Normalized ROA	8.3	7.5	7.1	9.2	9.9
Normalize ROE	27.0	21.9	18.0	21.2	22.5
Normalized ROCE	12.5	12.5	10.7	14.4	15.1
<b>Risk (x)</b>					
D/E	1.9	1.8	1.2	1.3	1.1
Net D/E	1.8	1.7	1.1	1.2	1.1
Net debt/EBITDA	4.7	7.0	4.2	4.4	4.0
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	1.23	1.10	1.30	1.39	1.58
Normalized EPS	1.08	1.03	1.03	1.39	1.58
EBITDA	1.70	1.21	1.67	1.82	2.02
Book value	3.94	4.64	6.09	6.20	7.07
Dividend	0.50	0.49	0.54	0.56	0.63
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	8.9	10.0	8.4	7.9	6.9
Norm P/E	10.1	10.7	10.7	7.9	6.9
P/BV	2.8	2.4	1.8	1.8	1.6
EV/EBITDA	10.3	14.6	10.1	9.5	8.5
Dividend yield (%)	4.5	4.5	4.9	5.1	5.8

Source: Company data, Finansia research

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

<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	<b>สำนักงานอัลมาลิ่งค์</b> 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999	<b>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1</b> 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พินเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อนุสาวรีย์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999	<b>สาขา บางกระบือ</b> 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545	<b>สาขา ประชาชื่น</b> 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130
<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	<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	<b>สาขา สีลม 1</b> 130-132 อาคารสีลม 1 ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิญญู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100	<b>สาขา เคียนหวน (สีลม 2)</b> 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิญญู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717	<b>สาขา สาทร</b> เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสโกทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร 02-036-4859
<b>สาขา รังสิต</b> 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180	<b>สาขา รัตนาธิเบศร์</b> 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300	<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		
<b>สาขา ขอนแก่น</b> 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925	<b>สาขา อุดรธานี</b> 197/29, 213/3 ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589	<b>สาขา เชียงใหม่</b> 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-711	<b>สาขา เชียงราย</b> 758 ถ.พหลโยธิน ต.เวียง อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120	<b>สาขา สมุทรสาคร</b> เลขที่ 813/30 ถนนนเรศวร ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045
<b>สาขา แม่สาย</b> 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599	<b>สาขา นครราชสีมา</b> 198/1 ต.ระกอบสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323	<b>สาขา อนุสาวรีย์</b> 22/18 ถ.หลวงพ่อดิลก ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499	<b>สาขา หาดใหญ่</b> 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777	<b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b> 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595
<b>สาขา ตรัง</b> 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219	<b>สาขา ปัตตานี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุตะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี 073-350-140-4			

**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 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 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 2564 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 6 มกราคม 2565) มี 2 กลุ่ม คือ
  - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
  - ได้รับการรับรอง CAC