

BUY

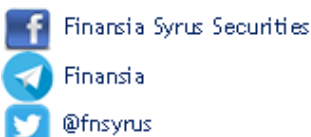
บมจ. เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น

| | |
|---------------------------------|----------------------|
| Previous | BUY |
| 2022 Target Price (Bt) | 4.60 |
| Price (28/06/2022) | 3.28 |
| up/downside (%) | +40.2 |
| SET Index | 1,594.47 |
| Sector | Property Development |
| Foreign limit/actual (%) | 49.00/2.14 |
| Free float (%) | 39.24 |
| Market cap (Bt m) | 13,838.25 |
| Avg daily T/O (Bt m) (2022 YTD) | 30.80 |
| hi, lo, avg (Bt) (2022 YTD) | 4.10, 3.14, 3.76 |
| IOD 2021 | 5 |
| THAI CAC | Certified |

| Consolidated earnings | | | | |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| BT (mn) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| Revenue | 19,475 | 21,783 | 22,053 | 22,552 |
| Normalized earnings | 2,025 | 2,379 | 2,516 | 2,673 |
| Net profit | 2,062 | 2,379 | 2,516 | 2,673 |
| Normalized EPS (Bt) | 0.48 | 0.57 | 0.60 | 0.64 |
| EPS (Bt) | 0.49 | 0.57 | 0.60 | 0.64 |
| % growth | 8.4 | 15.3 | 5.8 | 6.2 |
| Dividend (Bt) | 0.20 | 0.23 | 0.24 | 0.26 |
| BV/share (Bt) | 4.79 | 5.13 | 5.49 | 5.87 |
| EV/EBITDA (x) | 11.2 | 8.9 | 8.2 | 7.4 |
| Normalized PER (x) | 6.8 | 5.8 | 5.5 | 5.1 |
| PER (x) | 6.7 | 5.8 | 5.5 | 5.1 |
| PBV (x) | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| Dividend yield (%) | 6.1 | 6.9 | 7.3 | 7.8 |
| ROE (%) | 10.3 | 11.1 | 10.9 | 10.8 |
| YE No. of shares (million) | 4,190 | 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
 www.fnsyrus.com



กลยุทธ์เติบโตพิชิตเงินเพื่อ

เราจัดสัมมนาผู้บริหารในรายการ Finansia Exclusive Talk โดยมีมุมมองบวกต่อแผนรับมือและบริหารจัดการอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงความแข็งแกร่งของแบรนด์และกลุ่มลูกค้า ทำให้กระทบจำกัดจากประเด็นเงินเพื่อ สำหรับยอดขายเดือนมิ.ย.เป็นบวกจากความสำเร็จการเปิดขายโครงการใหม่ หนุน Presales 2Q22 คาด +27% Q-Q, +19% Y-Y ที่ 6.7 พันล้านบาท และ 1H22 เป็น 54% ของเป้าหมายที่ 2.2 หมื่นล้านบาทซึ่งเชื่อว่าบรรลุได้ จากแผนเปิดโครงการเร่งขึ้นอย่างมีนัยใน 2H22 ขับเคลื่อนโมเมนตัมกำไรเร่งขึ้นทุกไตรมาสและทำจุดสูงสุดใน 4Q22 อย่างไรก็ดี ราคาหุ้น -17% ภายใน 2 เดือน ปรับลงมากที่สุดในกลุ่มฯ PE ต่ำ 5.8x บันผลสูง 6.9% ยังแนะนำซื้อ ราคาเหมาะสม 4.60 บาท

หนึ่งตัวเลือกหุ้นแกร่งพิชิตวิกฤตเงินเพื่อ

เราจัดรายการ Finansia Exclusive Talk เชิญคุณอรุณพล สุทธิพิณธาวาทย์ ประธานเจ้าหน้าที่ด้านสนับสนุนองค์กรของ SC สัมภาษณ์ในประเด็นเงินเพื่อ โดยเรามีมุมมองเชิงบวกต่อกลยุทธ์การบริหารจัดการอย่างมีประสิทธิภาพ ทำให้ภาพรวมธุรกิจถูกกระทบจำกัด สรุปสาระสำคัญดังนี้ 1) ราคาวัสดุก่อสร้างที่สูงขึ้น ระยะสั้นรับมือด้วยการวางแผนจัดซื้อ ทำสัญญาล่วงหน้า และหาวัสดุทดแทน ส่วนระยะกลาง-ยาวมุ่งพัฒนาสินค้าในราคาที่ยอมรับได้ รวมถึงออกแบบสินค้าใหม่ ทั้งรูปแบบการใช้งาน และลดส่วนที่ไม่จำเป็น โดยประเมินค่าก่อสร้างปัจจุบันสูงขึ้น 2-3% ซึ่งปัจจุบันยังบริหารจัดการได้ ก่อนมีแผนปรับเพิ่มราคาขายเพื่อสะท้อนต้นทุนในช่วงปลายปีนี้ถึงต้นปีหน้า ทำให้สามารถรักษาอัตรากำไรขั้นต้นเกณฑ์ที่ 2) อัตราดอกเบี้ยขาขึ้น ในด้าน Pre-finance บริษัทบริหารพอร์ตกระจายทางการเงินกับธนาคาร และหุ้นกู้ซึ่งส่วนใหญ่เป็นระยะยาว 3 ปีในอัตราดอกเบี้ยคงที่ ส่วนด้าน Post-finance พอร์ตลูกค้าหลักเป็น High-End ซึ่งเป็นกลุ่ม Real Demand และมีสัดส่วนลูกค้าจ่ายเงินสดกว่า 31% 3) การขาดแคลนแรงงาน ส่งผลให้มีสินค้าไม่เพียงพอต่อความต้องการอย่างไรก็ดี บริษัทมีแนวทางแก้ไขตั้งแต่ช่วงต้นปี โดยเพิ่มระยะเวลาสร้างสินค้ารอขาย และเพิ่มผู้รับเหมา ซึ่งจะช่วยให้สต็อกแนวราบที่พร้อมขายเพิ่มขึ้นตั้งแต่ 3Q22

คาด Presales 2Q22 โต Q-Q, Y-Y หนุน 1H22 เป็น 54% ของเป้าหมาย

ความต้องการแนวราบยังเติบโตดีต่อเนื่อง บวกกับตลาดคอนโดฟื้นตัวเป็นลำดับ โดยเดือนมิ.ย. เปิดโครงการใหม่ 4 โครงการ มูลค่ารวม 9.4 พันล้านบาท (ใกล้เคียงกับมูลค่าการเปิดตัวปี 2021 ที่ 9.7 พันล้านบาท) มี Take-up rate สูง 20-25% รวมถึงเปิดขายอย่างเป็นทางการคอนโด Reference สาทระ-วงเวียนใหญ่ มูลค่า 4 พันล้านบาท Sold 21% คาดหนุนให้ Presales 2Q22 +27% Q-Q, +19% Y-Y เป็น 6.7 พันล้านบาท (บนแผนเปิดตัว 1.4 หมื่นล้านบาท) และ Presales 1H22 +6% Y-Y อยู่ที่ 1.2 หมื่นล้านบาท คิดเป็น 54% ของเป้าหมายที่ 2H22 มีแผนเปิดคอนโด Super Luxury SCOPE Thong Lor มูลค่า 2.5 พันล้านบาท และแนวราบ 16 แห่ง มูลค่า 2.6 หมื่นล้านบาท คาดผลักดันบรรลุเป้า Presales ที่ 2.2 หมื่นล้านบาทได้

กำไรรายไตรมาสเป็นขาขึ้น แต่ราคายังอยู่โซนต่ำ คงคำแนะนำซื้อ

โมเมนตัมผลประกอบการไต่ระดับขึ้นในทุกไตรมาส โดยคาดกำไร 2Q22 ขยายตัว Q-Q, Y-Y ก่อนเร่งขึ้นต่อเนื่องและทำระดับสูงสุดของปีใน 4Q22 จากทิศทางยอดขายที่เป็นขาขึ้นตามการเปิดโครงการใหม่ รวมถึงรับรู้ Backlog แนวราบ ณ สิ้น 1Q22 สูงถึง 5.3 พันล้านบาท (มากกว่ายอดขายออนไลน์แนวราบในปี 2021 เฉลี่ย 4.3 พันล้านบาทต่อไตรมาส) บวกกับเริ่มส่งมอบคอนโดใหม่ 3 แห่งใน 4Q22 ทั้งนี้ คงประมาณการกำไร +15% Y-Y ที่ 2.4 พันล้านบาท ทำจุดสูงสุดใหม่ต่อเนื่องจากปี 2021

เราชอบ SC จากกลยุทธ์ที่สามารถรับมือกับความผันผวนของสถานการณ์ได้ดี ทั้งการปรับตัวเร็วและมุ่งพัฒนาสินค้าตอบโจทย์ความต้องการของผู้บริโภค อาทิ การออกแบบบ้านใหม่ผสานกับเทคโนโลยี, ปรับห้องในคอนโด 28 Chidlom เป็นซีรีส์ใหม่กว้างขึ้น เป็นต้น พร้อมเน้นบริหารจัดการต้นทุน รวมถึงมีฐานลูกค้าและแบรนด์ที่แข็งแกร่ง สะท้อนการครองส่วนแบ่งการตลาดสูงต่อเนื่องในตลาดแนวราบระดับ High-End ซึ่งเป็นกลุ่มกำลังซื้อแกร่ง อ่อนไหวน้อยต่อเศรษฐกิจและดอกเบี้ย ขณะที่ราคาหุ้น 2 เดือนก่อนหน้า ปรับลงมากที่สุด -17% เทียบกับกลุ่มฯเฉลี่ย -8% โดยปัจจุบันซื้อขายบน PE2022 เพียง 5.8x (ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 7.3x และต่ำกว่าปี 2019 ที่ 6.4x ที่เผชิญการล็อกดาวน์และปิดแคมเปญก่อสร้าง 1 เดือน) และต่ำกว่า Book Value พร้อมคาดปันผลสูง 6.9% คงคำแนะนำซื้อ ราคาเหมาะสม 4.60 บาท

Company Overview

SC ประกอบธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์อย่างครบวงจร ประกอบด้วย

1) ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ประเภทบ้านเดี่ยว ทาวน์เฮ้าส์ และ คอนโด โดยบริษัทเป็นผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ระดับ Luxury โดยเฉพาะตลาดบ้านเดี่ยว อาทิ แบรินด์ 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 THE GENTRY HEADQUARTERS | | SALADAENG ONE BEATNIO | |
| 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, ส่งเสริมคุณภาพชีวิตผู้พิการและผู้สูงอายุผ่านโครงการต่อบ้านเติมฝัน, โครงการ สร้างมิตรชีวิต เพื่อแบ่งปันรอยยิ้ม และความสุขให้คนในสังคม เป็นต้น
- บริษัทมีนโยบายในการดำเนินธุรกิจโดยมุ่งเน้นให้เกิดผลกระทบในทางลบให้น้อยที่สุด หรือไม่มีเลย ต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ทั้งสังคมใกล้ และไกล ทั้งทางตรง และทางอ้อม และยังคงมุ่งมั่นในการสร้างคุณค่าร่วมกันด้วยความจริงใจ

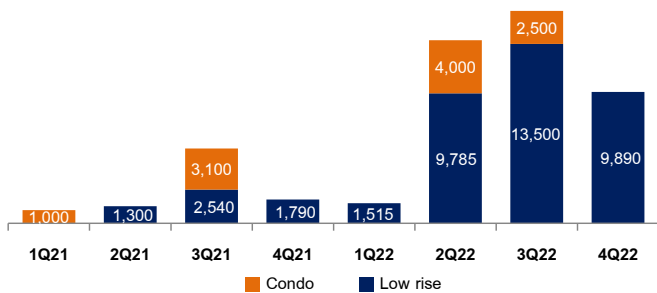
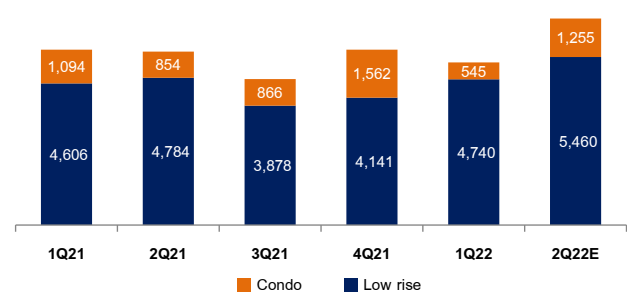
Governance

- 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: 27 New Project Launch in 2022

| Launch | Project | Product | Value (MB) |
|--------|---|---------|---------------|
| 1Q22 | PAVE Petchkasem-Sai 4 | SDH | 1,100 |
| | V Compound Bangna-Srinakarin | SDH/TH | 415 |
| 2Q22 | Bangkok Boulevard Bangna-Srinakarin | SDH | 2,000 |
| | Bangkok Boulevard Ramkumhaeng-Wongwaen | SDH | 750 |
| | Bangkok Boulevard Tiwanon-Rangsit | SDH | 900 |
| | Bangkok Boulevard Signature Prachachuen | SDH | 780 |
| | VENUE ID Pinklao-Salaya | SDH | 1,300 |
| | Bangkok Boulevard Ramintra-Watcharapol | SDH | 2,595 |
| | Bangkok Boulevard Signature Chiangwattana | SDH | 1,460 |
| | REFERENCE Sathorn-Wong Wian Yai | Condo | 4,000 |
| | VENUE ID Phaholyothin-Rangsit | SDH | 1,890 |
| 3Q22 | The Gentry Kaset-Navamin | SDH | 1,530 |
| | SCOPE Thong Lor | Condo | 2,500 |
| | VENUE ID Motorway-Rama 9 | SDH | 1,840 |
| | Bangkok Boulevard Chiangwattana-Ratchaphruek | SDH | 1,020 |
| | PAVE Rangsit-Vibhavadi | SDH | 1,390 |
| | V Compound Rangsit-Vibhavadi | SDH/TH | 850 |
| | Grand Bangkok Boulevard Ratchaphruek-Pinklao | SDH | 2,020 |
| | Bangkok Boulevard Ramintra | SDH | 1,010 |
| | Bangkok Boulevard Bangna Km.5 | SDH | 1,950 |
| 4Q22 | Grand Bangkok Boulevard Sukhumvit-Srinakarin | SDH | 820 |
| | Grand Bangkok Boulevard Ramintra-Kasetnavamin | SDH | 2,660 |
| | VENUE ID Vibhavadi-Phaholyothin | SDH | 1,430 |
| | Bangkok Boulevard Vibhavadi-Phaholyothin | SDH | 1,780 |
| | Bangkok Boulevard Signature-Rama 5 | SDH | 445 |
| | The Gentry Phattanakan 2 | SDH | 2,080 |
| | New Brand | SDH | 675 |
| | Total | | 41,200 |

Sources: Company data

Figure 2: New Launches (MB)

Figure 3: Presales (MB)


Source: Finansia Research

Figure 4: 3 Condo projects expected to transfer in 2022

| Transfer | Project | Value (MB) | Sold% |
|----------|---------------------------|------------|-------|
| 4Q22 | The Crest Park Residences | 3,100 | 24% |
| | Scope Promsri | 1,000 | 40% |
| | Scope Langsuan | 8,300 | 41% |

Sources: Company data

Figure 5: New Project Reference Sathorn-Wongwianyai



Source: Company Data

Figure 6: LANAI Series in Bangkok Boulevard Bangna - Srinakarin



Source: Company Data

Figure 7: New Design in VENUE ID Pinklao - Salaya



Source: Company Data

Figure 8: New Series - Courtyard Suite (Extra Wide 2-Bedroom) in 28 Chidlom



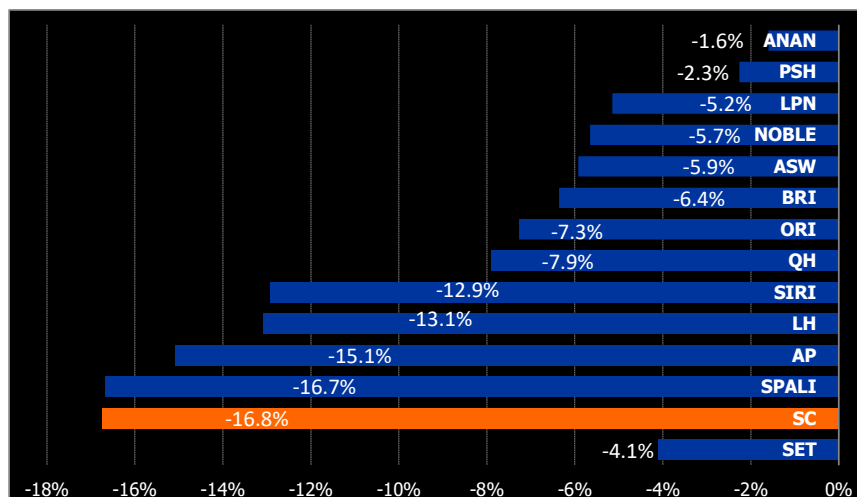
Source: Company Data

Figure 9: SC 8 Years P/E Band (x)



Source: Bloomberg, Finasia Research

Figure 10: Price Performance 27 April-28 June 2022



Source: SETSMART, Finasia Research

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากสถานการณ์เศรษฐกิจโลก

เศรษฐกิจไทยภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่มีความสัมพันธ์โดยตรงต่อการเติบโตของเศรษฐกิจ เนื่องจากจะส่งผลกระทบต่อ การตัดสินใจซื้อหรือลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ของผู้บริโภค ทั้งจากในประเทศและต่างประเทศ

ความเสี่ยงจากความเข้มงวดด้านสินเชื่อของสถาบันการเงิน

มาตรการการกำกับดูแลสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย (LTV) ที่เข้มงวดมากขึ้นของ ธปท. ส่งผลให้อัตราการปฏิเสธสินเชื่อสูงขึ้น และความสามารถในการซื้อของลูกค้าลดลง กระทบโดยตรงกับผู้ประกอบการในกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

ความเสี่ยงจากการจัดหาที่ดินเพื่อพัฒนาโครงการ

การจัดหาที่มีศักยภาพเป็นปัจจัยสำคัญในการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ ขณะที่การแข่งขันในการจัดซื้อที่ดินและราคาที่ดินที่ปรับสูงขึ้นมาก ส่งผลให้ต้นทุนที่ดินเกินกว่าที่ประมาณการไว้ อาจทำให้การพัฒนาโครงการยากมากขึ้น, อัตรากำไรขั้นต้นลดลง และเพิ่มความเสี่ยงในการขาย

ความเสี่ยงจากการปรับเปลี่ยนกฎระเบียบ ข้อบังคับ หรือกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

การเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบ ข้อบังคับ หรือการออกกฎหมายใหม่จะส่งผลกระทบต่อธุรกิจอสังหาริมทรัพย์โดยตรง โดยเฉพาะ ต้นทุน และผลการดำเนินงาน อาทิ พระราชกำหนดการบริหารจัดการการทำงานของคนต่างด้าว, พระราชบัญญัติภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง

ความเสี่ยงจากการมีกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่

ณ สิ้นปี 2019 บริษัทมีกลุ่มครอบครัวชินวัตรถือหุ้นในสัดส่วน 60.39% ของจำนวนหุ้นสามัญซึ่งถือเป็นกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่สามารถควบคุมเสียงของที่ประชุมผู้ถือหุ้นได้เกือบทั้งหมด ทั้งการแต่งตั้งกรรมการ หรือการขอมติในเรื่องอื่นที่ต้องใช้คะแนนเสียงส่วนใหญ่ของที่ประชุมผู้ถือหุ้น (ยกเว้นเรื่องกฎหมายหรือข้อบังคับบริษัท) ดังนั้นผู้ถือหุ้นรายอื่นจึงไม่อาจสามารถรวบรวมคะแนนเสียงเพื่อตรวจสอบและถ่วงดุลเรื่องที่ผู้ถือหุ้นใหญ่เสนอได้

Income Statement (Consolidated)

| (Bt mn) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Revenue | 18,977 | 19,475 | 21,783 | 22,053 | 22,552 |
| Cost of sales | 13,127 | 13,482 | 14,951 | 15,081 | 15,273 |
| Gross profit | 5,850 | 5,993 | 6,832 | 6,972 | 7,279 |
| SG&A | 3,314 | 3,336 | 3,703 | 3,749 | 3,879 |
| Operating profit | 2,536 | 2,656 | 3,129 | 3,223 | 3,400 |
| Other income | 65 | 41 | 50 | 50 | 50 |
| EBIT | 2,601 | 2,697 | 3,179 | 3,273 | 3,450 |
| EBITDA | 2,751 | 2,846 | 3,354 | 3,458 | 3,643 |
| Interest charge | 155 | 104 | 113 | 124 | 133 |
| Tax on income | 504 | 552 | 644 | 649 | 697 |
| Earnings after tax | 1,942 | 2,041 | 2,422 | 2,501 | 2,620 |
| Minority Interests | -10 | -11 | 60 | 52 | 19 |
| Norm profit | 1,929 | 2,025 | 2,379 | 2,516 | 2,673 |
| Extraordinary items | -31 | 37 | 0 | 0 | 0 |
| Net profit | 1,898 | 2,062 | 2,379 | 2,516 | 2,673 |

Cash Flow Statement (Consolidated)

| (Bt mn) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Net profit | 1,919 | 2,014 | 2,438 | 2,568 | 2,692 |
| Depreciation etc. | 150 | 149 | 175 | 184 | 193 |
| Change in working capital | 3,683 | -1,879 | 1,492 | -182 | 61 |
| Other adjustments | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Cash flow from operation | 5,762 | 296 | 4,046 | 2,518 | 2,927 |
| Capital expenditures | -2,376 | 323 | -946 | -278 | -295 |
| Others | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Cash flow from investing | -2,376 | 323 | -946 | -278 | -295 |
| Free cash flow | 3,386 | 618 | 3,100 | 2,240 | 2,633 |
| Net borrowings | -1,187 | 3,186 | -4,324 | -699 | 2 |
| Equity capital raised | -8 | 82 | 41 | 53 | 19 |
| Dividend paid | -825 | -696 | -951 | -1,006 | -1,069 |
| Others | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Cash flow from financing | -2,021 | 2,571 | -5,234 | -1,652 | -1,048 |
| Net Change in cash | 1,365 | 3,190 | -2,134 | 587 | 1,585 |

Balance Sheet (Consolidated)

| (Bt mn) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Cash and equivalent | 4,477 | 6,313 | 4,179 | 4,767 | 6,352 |
| Accounts receivable | 182 | 146 | 209 | 212 | 216 |
| Inventory | 30,167 | 33,092 | 33,483 | 33,746 | 33,832 |
| Other current asset | 509 | 450 | 653 | 662 | 677 |
| Total current assets | 35,335 | 40,002 | 38,525 | 39,386 | 41,076 |
| Investment | 6,533 | 7,393 | 7,574 | 7,579 | 7,588 |
| PPE | 1,210 | 1,232 | 1,822 | 1,910 | 2,002 |
| Other assets | 1,241 | 1,128 | 1,010 | 1,010 | 1,010 |
| Total Assets | 44,319 | 49,754 | 48,931 | 49,885 | 51,677 |
| Short term loan | 7,872 | 6,981 | 6,900 | 6,200 | 6,201 |
| Account payable | 519 | 722 | 1,089 | 1,103 | 1,128 |
| Current maturities | 4,450 | 6,406 | 4,141 | 4,141 | 4,141 |
| Other current liabilities | 2,526 | 3,194 | 4,030 | 4,080 | 4,172 |
| Total current liabilities | 15,366 | 17,303 | 16,160 | 15,523 | 15,642 |
| Long term debt | 8,928 | 11,048 | 9,071 | 9,072 | 9,073 |
| Other LT liabilities | 1,382 | 1,349 | 2,178 | 2,205 | 2,255 |
| Total liabilities | 25,676 | 29,701 | 27,409 | 26,801 | 26,969 |
| Registered capital | 4,380 | 4,380 | 4,381 | 4,382 | 4,383 |
| Paid-up capital | 4,180 | 4,190 | 4,190 | 4,190 | 4,190 |
| Share Premium | 319 | 334 | 319 | 320 | 320 |
| Legal reserve | 438 | 438 | 438 | 438 | 438 |
| Retained earnings | 13,707 | 15,037 | 16,464 | 17,973 | 19,577 |
| Others | 18 | 82 | 82 | 82 | 82 |
| Minority Interest | -19 | -30 | 29 | 81 | 101 |
| Shareholders' equity | 18,643 | 20,054 | 21,522 | 23,084 | 24,708 |

Important Ratios

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Growth (%) | | | | | |
| Revenue | 7.6 | 2.6 | 11.9 | 1.2 | 2.3 |
| EBITDA | 0.3 | 3.5 | 17.9 | 3.1 | 5.4 |
| Net profit | -6.3 | 8.7 | 15.3 | 5.8 | 6.2 |
| Normalized earnings | -0.9 | 5.0 | 17.4 | 5.8 | 6.2 |
| Profitability (%) | | | | | |
| Gross profit margin | 30.8 | 30.8 | 31.4 | 31.6 | 32.3 |
| EBITDA margin | 14.5 | 14.6 | 15.4 | 15.7 | 16.2 |
| EBIT margin | 13.7 | 13.8 | 14.6 | 14.8 | 15.3 |
| Normalized profit margin | 10.2 | 10.4 | 10.9 | 11.4 | 11.9 |
| Net profit margin | 10.0 | 10.6 | 10.9 | 11.4 | 11.9 |
| Normalized ROA | 4.4 | 4.1 | 4.9 | 5.0 | 5.2 |
| Normalized ROE | 10.3 | 10.1 | 11.1 | 10.9 | 10.8 |
| Normalized ROCE | 6.7 | 6.2 | 7.3 | 7.3 | 7.4 |
| Risk (x) | | | | | |
| DE | 1.4 | 1.5 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |
| Net D/E | 1.1 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 0.8 |
| Net debt/EBITDA | 7.7 | 8.2 | 6.9 | 6.4 | 5.7 |
| Per share data (Bt) | | | | | |
| Reported EPS | 0.45 | 0.49 | 0.57 | 0.60 | 0.64 |
| Normalized EPS | 0.46 | 0.48 | 0.57 | 0.60 | 0.64 |
| EBITDA | 0.66 | 0.68 | 0.80 | 0.83 | 0.87 |
| Book value | 4.46 | 4.79 | 5.13 | 5.49 | 5.87 |
| Dividend | 0.18 | 0.20 | 0.23 | 0.24 | 0.26 |
| Par | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| Valuations (x) | | | | | |
| P/E | 7.2 | 6.7 | 5.8 | 5.5 | 5.1 |
| Norm P/E | 7.1 | 6.8 | 5.8 | 5.5 | 5.1 |
| P/BV | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| EV/EBITDA | 11.1 | 11.2 | 8.9 | 8.2 | 7.4 |
| Dividend yield (%) | 5.5 | 6.1 | 6.9 | 7.3 | 7.8 |

Source: Company data, Finansia research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

| | | | | |
|--|--|--|---|--|
| สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500 | สำนักงานอัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999 | สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พินเกล้า 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 เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545 | สาขา ประชาชื่น 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 ถนนบรมหัตถ์ทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700 | สาขา สีลม 1 130-132 อาคารสีลม ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100 | สาขา เคียนหวน (สีลม 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717 | สาขา สาทร เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสโก้ทาวเวอร์ 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 ยูนิคเลขที่ 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.อุดรธานี 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 758 ถ.พหลโยธิน ต.เวียง อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120 | สาขา สมุทรสาคร เลขที่ 813/30 ถนนรสิงห์ 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 ต.ระกวมอรัญ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323 | สาขา อนุโลมภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ ต.หาดใหญ่ 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 ดรง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219 | สาขา ปัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุตะมิแล 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 บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

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