

# SELL

# FSMART (FSMART TB)

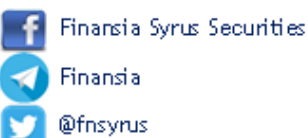
บมจ. ฟอรัท สมาร์ท เซอร์วิส

| Previous                        | HOLD                |
|---------------------------------|---------------------|
| <b>2022 Target Price (Bt)</b>   | <b>10.50</b>        |
| Price (07/02/2022)              | 11.00               |
| Up/Downside (%)                 | -4.5                |
| SET Index                       | 1,677.24            |
| Sector                          | Mai/Services        |
| Foreign limit/actual (%)        | 49.00/5.61          |
| Free float (%)                  | 34.77               |
| Market cap (Bt m)               | 8,580.00            |
| Avg daily T/O (Bt m) (2022 YTD) | 31.60               |
| hi, lo, avg (Bt) (2022 YTD)     | 13.00, 10.50, 11.55 |
| IOD 2021                        | 5                   |
| THAI CAC                        | Certified           |

| Consolidated earnings      |       |       |       |       |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| BT (mn)                    | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
| Revenue                    | 2,838 | 2,721 | 2,668 | 2,730 |
| Normalized profit          | 464   | 422   | 429   | 490   |
| Net profit                 | 464   | 422   | 429   | 490   |
| EPS (Bt) - norm            | 0.58  | 0.53  | 0.54  | 0.61  |
| EPS (Bt) reported          | 0.58  | 0.53  | 0.54  | 0.61  |
| % growth y-y               | -20.6 | -9.1  | 1.7   | 14.2  |
| Dividend/share (Bt)        | 0.60  | 0.47  | 0.48  | 0.55  |
| BV/share (Bt)              | 1.44  | 1.49  | 1.55  | 1.61  |
| EV/EBITDA (x)              | 7.19  | 8.10  | 7.92  | 7.31  |
| PER (x) - norm             | 15.86 | 20.85 | 20.51 | 17.96 |
| PER (x)                    | 15.86 | 20.85 | 20.51 | 17.96 |
| PBV (x)                    | 6.41  | 7.37  | 7.12  | 6.85  |
| Dividend yield (%)         | 5.5   | 4.3   | 4.4   | 5.0   |
| ROE (%)                    | 40.4  | 35.4  | 34.7  | 38.1  |
| YE No. of shares (million) | 800   | 800   | 800   | 800   |
| Par (Bt)                   | 0.50  | 0.50  | 0.50  | 0.50  |

Source: Company data, FSS estimates

Analyst: Nanpicha Chungsirawat, CFA  
 Register No.: 118391  
 Tel.: +662 646 9964  
 email: nanpicha.c@fnsyrus.com  
 www.fnsyrus.com



## การขยายตัวเติบโตปี 2022

เราคาดกำไรสุทธิ 4Q21 ที่ 93 ลบ. -2.5% Q-Q, -16% Y-Y จากขาดทุนพิเศษสำหรับการตั้งสำรองเผื่อขาดทุนในมูลค่าธุรกรรมของบริษัท บ็อกซ์ 24 จำกัด จำนวน 11 ลบ. สำหรับกำไรปกติ 4Q21 หลังหักขาดทุนพิเศษคาดอยู่ที่ 104 ลบ. +9.1% Q-Q, -6% Y-Y ธุรกิจตู้บุญเติมยังโดนผลกระทบจาก COVID-19 จำนวนการใช้บริการเติมเงินมือถือและโอนเงินผ่านธนาคารหดตัวเล็กน้อย Q-Q แต่จำนวนการเติมเงินกระเป๋า E-Wallet เพิ่มขึ้น 5-10% Q-Q ส่วนธุรกิจตู้เติมเงินบริษัทตั้งเป้าขยายตัวลดลงเหลือ 4,000 ตู้ สำหรับปี 2022 เราประเมินมูลค่าธุรกรรมด้วยวิธี Sum-of-the-Part โดยปรับลดกำไรปี 2021-2022 ลงเล็กน้อย 1.8% และ 4.4% ไม่กระทบราคาเป้าหมายสำหรับธุรกิจตู้บุญเติม และปรับการขยายตัวเติบโตปี 2022 ลงเหลือ 4,000 ตู้ สอดคล้องกับเป้าหมายใหม่ของผู้บริหาร โดยปรับราคาเป้าหมายธุรกิจตู้เติมเงินเหลือ 5.8 บาท จาก 7.8 บาท ได้ราคาเป้าหมาย FSMART ใหม่ที่ 10.50 บาท ลดคำแนะนำเป็น "ขาย"

### การขยายตัว TAOBIN คาดมีดีเลย์ เป้าหมายใหม่เหลือ 4,000 ตู้ ในปีนี้

ในบทวิเคราะห์ฉบับวันที่ 6 ม.ค. 2022 เราได้ปรับลดเป้าหมายการขยายตัวเติบโตปี 2022 ลงจาก 9,000 ตู้ เหลือ 6,000 ตู้ ไปแล้ว และจากการพูดคุยกับบริษัทเพิ่มเติมด้วยปัญหาเรื่องการขาดแคลนชิปและอะไหล่บางส่วน ส่งผลให้กำลังการผลิตในปัจจุบันคงอยู่ที่ 10 ตู้ต่อวัน เราจึงปรับลดจำนวนการขยายตัวเติบโตปี 2022 เหลือ 4,000 ตู้ ในปี 2022 อย่างไรก็ตาม ผลประกอบการตู้เติมเงินที่ติดตั้งไปแล้วดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง ราคาขายเฉลี่ยต่อแก้วเพิ่มขึ้นเป็น 34-35 บาท ในเดือน ม.ค. จาก 33-34 บาท ในเดือน ธ.ค. 2021 ส่วนจำนวนแก้วที่ขายได้ทรงตัวในระดับ 47-50 แก้วต่อวัน สะท้อนแนวโน้มดีมานด์ที่ดี แต่สะดุดเรื่องการขยายกำลังการผลิต เรายังเชื่อว่าตู้เติมเงินจะเป็น S-Curve ตัวต่อไปของ FSMART ถึงแม้จะมีดีเลย์ไปบ้างในปีนี้ แต่เชื่อว่าเป้าหมายขยายรวม 20,000 ตู้ บริษัทยังสามารถทำได้ เพราะมีความพร้อมทั้งด้านดีมานด์ ด้านการผลิต และด้านการบริหารจัดการตู้

### ปรับราคาเป้าหมายปี 2022 ลงเหลือ 10.50 บาท จากการดีเลย์ของตู้เติมเงิน

เราปรับกำไรปี 2021-2022 ลง 1.8% และ 4.4% ส่วนธุรกิจตู้เติมเงิน เราปรับจำนวนการขยายตัวเหลือ 4,000 ตู้ในปี 2022 แต่ปรับจำนวนแก้วที่ขายได้เฉลี่ยต่อวันเพิ่มขึ้นเป็น 48 แก้ว จาก 45 แก้ว เราประเมินมูลค่าหุ้น ด้วยวิธี Sum-of-the-Part ดังนี้ 1) มูลค่าธุรกิจตู้บุญเติม ใช้วิธีประเมิน DCF (WACC 7.4%, No Terminal Value at 2030) ได้มูลค่าต่อหุ้นปี 2022 ที่ 4.70 บาท 2) มูลค่าธุรกิจตู้เติมเงินตามสัดส่วน (FSMART ถือหุ้น 19.3%) ใช้ PE Multiple อ้างอิง PE 30x ได้มูลค่าต่อหุ้นปี 2022 ที่ 5.80 บาท รวมกันได้ราคาเป้าหมายใหม่ปี 2022 ของ FSMART ที่ 10.50 บาท ซึ่งต่ำกว่าราคาหุ้นปัจจุบันที่ 11.00 บาท จึงลดคำแนะนำเป็น "ขาย"

### 4Q21E Earnings Preview

| (Bt. mn)           | 4Q21E | 3Q21 | %Q-Q | 4Q20 | %Y-Y  |
|--------------------|-------|------|------|------|-------|
| Sales revenue      | 665   | 632  | 5.1  | 709  | -6.3  |
| Costs              | 530   | 509  | 4.3  | 594  | -10.8 |
| Gross profit       | 134   | 124  | 8.4  | 115  | 16.9  |
| SG&A costs         | 81    | 71   | 14.0 | 71   | 14.0  |
| Norm profit        | 104   | 95   | 9.1  | 110  | -6.0  |
| EPS (Bt./share)    | 0.09  | 0.08 | 9.1  | 0.09 | -6.0  |
| Gross margin %     | 20.2  | 19.6 | 0.6  | 16.2 | 4.0   |
| SG&A as % of Sales | 12.1  | 11.2 | 0.9  | 10.0 | 2.2   |
| Net margin %       | 15.6  | 15.0 | 0.6  | 15.6 | 0.0   |

Source: Finasia estimates

**Company Overview**

บริษัท ฟอรัท สมาร์ท เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) (บริษัท) ดำเนินธุรกิจเป็นผู้ให้บริการรับชำระเงินด้วยวิธีการทางอิเล็กทรอนิกส์ บริการชำระเงินแทนบริการโอนเงินด้วยวิธีการทางอิเล็กทรอนิกส์ บริการเงินอิเล็กทรอนิกส์ (e-Money) บริการธุรกรรมทางการเงินครบวงจรผ่านเครื่องรับชำระเงินอัตโนมัติ ภายใต้เครื่องหมายการค้า “ตู้บุญเติม” ที่มีบริการที่หลากหลาย อาทิ บริการเติมเงินโทรศัพท์มือถือประเภทเติมเงินล่วงหน้า (Prepaid) บริการเติมเงินเข้ากระเป๋าเงินอิเล็กทรอนิกส์ (e-Wallet) บริการรับฝากเงินเข้าบัญชีธนาคาร เป็นต้น

| งบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ   | 2561          |        | 2562          |        | 2563          |        |
|---|---------------|--------|---------------|--------|---------------|--------|
|   | บาท           | %      | บาท           | %      | บาท           | %      |
| รายได้  |               |        |               |        |               |        |
| รายได้ค่าธรรมเนียมจากการให้บริการผ่านตู้บุญเติม (Service charge)                                    | 1,917,435,041 | 53.2%  | 1,860,061,735 | 54.4%  | 1,889,911,565 | 60.5%  |
| รายได้ผลตอบแทนจากการให้บริการเติมเงินโทรศัพท์ระบบเติมเงินล่วงหน้าและบริการออนไลน์อื่นๆ (Commission) | 1,400,536,701 | 38.9%  | 1,266,125,227 | 37.0%  | 946,068,042   | 30.3%  |
| รายได้ค่าโฆษณา  | 21,070,562    | 0.6%   | 21,164,244    | 0.6%   | 22,767,987    | 0.7%   |
| รายได้รวมจากธุรกิจหลัก (4 รายการ)   | 3,339,042,304 | 92.7%  | 3,147,351,206 | 92.0%  | 2,858,747,594 | 91.5%  |
| รายได้จากการขายสินค้า   | 10,541,950    | 0.3%   | 684,831       | 0.0%   | 2,225,180     | 0.1%   |
| รายได้อื่น  | 252,719,286   | 7.0%   | 271,209,623   | 7.9%   | 250,659,942   | 8.0%   |
| รายได้ดอกเบี้ย  | -             | 0.0%   | -             | 0.0%   | 11,659,312    | 0.4%   |
| รายได้รวม   | 3,602,303,540 | 100.0% | 3,419,245,660 | 100.0% | 3,123,292,028 | 100.0% |

**Valuation Methodology**

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ FSMART ที่ 10.50 บาท/หุ้น โดยใช้วิธี Sum-of-the-Part ประกอบด้วย 1) มูลค่าธุรกิจตู้บุญเติมที่ 4.70 บาท (DCF, WACC 7.4%, No Terminal Value) และ 2) มูลค่าธุรกิจตู้เติมเงินตามสัดส่วน โดยอ้างอิง PE 2022 ที่ 30x และกำไรปี 2022 ได้ราคาเป้าหมายตามสัดส่วน (FSMART ถือหุ้น 19.34%) ที่ 5.80 บาท

**ESG**

**Environment**

- บริษัทได้กำหนดนโยบายและแนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการดูแลรักษาสิ่งแวดล้อม โดยให้มีการปฏิบัติตามกฎหมาย ข้อบังคับและข้อกำหนดต่าง ๆ ที่บริษัทเกี่ยวข้อง พร้อมทั้งคำนึงถึงการรักษาสภาพแวดล้อมและการดำเนินงานที่อาจส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมและชุมชนใกล้เคียง รวมถึงมีการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพตามนโยบายสิ่งแวดล้อมที่วางไว้ เช่น การควบคุมอุณหภูมิเครื่องปรับอากาศในสำนักงานให้เหมาะสม การปิดเครื่องปรับอากาศและปิดไฟในช่วงพักเที่ยง การเปลี่ยนหลอดไฟแสงสว่างสำนักงานเป็นหลอดไฟ LED ทั่วทั้งสำนักงาน

**Social**

- บริษัทเคารพกฎหมาย วัฒนธรรม ชนบธรรมเนียม ประเพณีและหลักสิทธิมนุษยชนสากล ในทุกพื้นที่ที่เข้าไปดำเนินธุรกิจ โดยไม่ฝ่าฝืนและปฏิบัติตามอย่างสม่ำเสมอ โดยกรรมการ ผู้บริหารและพนักงาน ต้องเคารพในสิทธิของผู้มีส่วนได้เสียอย่างเท่าเทียมกัน โดยไม่ละเมิดสิทธิส่วนบุคคลรวมทั้งเคารพในเกียรติและศักดิ์ศรี ไม่แบ่งแยกการศึกษา ยุค เชื้อชาติ สัญชาติ ศาสนาและเพศ รวมทั้งสนับสนุนการจ้างงานแก่กลุ่มผู้ด้อยโอกาส เพื่อสร้างโอกาสสร้างอาชีพ และรายได้ที่มีนัยยะ และเป็นส่วนหนึ่งของการบรรลุเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน

**Governance**

- บริษัทดำเนินธุรกิจภายใต้หลักบรรษัทภิบาลโดยคำนึงถึงประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียอย่างสม่ำเสมอในทุกมิติอันจะนำมาซึ่งการพัฒนาตั้งแต่ต้นน้ำจนถึงปลายน้ำ ทั้งนี้ นโยบายที่บริษัทกำหนดในการดำเนินธุรกิจจะเป็นประโยชน์ต่อสังคม เศรษฐกิจ สิ่งแวดล้อม รวมถึงการปฏิบัติตามกฎหมายและข้อบังคับที่เกี่ยวข้องอย่างครบถ้วน และบริษัทมุ่งเน้นในเรื่องการพัฒนาส่งเสริมและยกระดับคุณภาพชีวิตของคนในสังคมและชุมชนอย่างยั่งยืนต่อไป

**Key Projection Change**

| Assumptions               | Current |       |       | Previous |       |       | % Change |       |       |
|---------------------------|---------|-------|-------|----------|-------|-------|----------|-------|-------|
|                           | 2021E   | 2022E | 2023E | 2021E    | 2022E | 2023E | 2021E    | 2022E | 2023E |
| <b>Revenue (Bt. mn)</b>   | 2,721   | 2,668 | 2,730 | 2,792    | 2,733 | 2,777 | -2.6     | -2.4  | -1.7  |
| <b>GP (Bt. mn.)</b>       | 521     | 553   | 647   | 551      | 587   | 671   | -5.5     | -5.8  | -3.6  |
| <b>%GP</b>                | 19.1    | 20.7  | 23.7  | 19.7     | 21.5  | 24.2  | -0.6     | -0.8  | -0.5  |
| <b>SG&amp;A (Bt. mn.)</b> | 255     | 258   | 263   | 256      | 259   | 264   | -0.5     | -0.4  | -0.3  |
| <b>% to Sales</b>         | 9.4     | 9.7   | 9.6   | 9.2      | 9.5   | 9.5   | 0.2      | 0.2   | 0.1   |
| <b>NP (Bt. mn.)</b>       | 422     | 429   | 490   | 430      | 449   | 511   | -1.8     | -4.4  | -4.2  |
| <b>%NP</b>                | 15.5    | 16.1  | 18.0  | 15.4     | 16.4  | 18.4  | 0.1      | -0.3  | -0.5  |

Source: Finansia Estimates



## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

### ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมของผู้ใช้บริการ

ผลกระทบจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของ COVID-19 ส่งผลให้พฤติกรรมของผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็วเนื่องด้วยผู้บริโภคสามารถเลือกใช้ช่องทางต่าง ๆ ในการทำธุรกรรมเติมเงินโทรศัพท์หรือชำระเงิน เช่น การทำรายการรับชำระเงินต่าง ๆ ผ่านโมบายแบงก์กิ้ง หรือโมบายแอปพลิเคชันที่ให้บริการเติมเงินโทรศัพท์มือถือหรือบริการชำระเงินได้ หรือการชำระเงินผ่านร้านสะดวกซื้อ การซื้อบัตรเติมเงินโทรศัพท์แบบบัตรขีด (Scratch Card) หรือการเติมเงินโทรศัพท์มือถือผ่านตู้เอทีเอ็ม (ATM) เป็นต้น อย่างไรก็ตาม บริการบนตู้ยังคงเป็นที่ต้องการของกลุ่มลูกค้าหลักที่มีรายได้จำกัด กลุ่มผู้ประกอบการอาชีพอิสระ หรือกลุ่มนักเรียนนักศึกษา ที่อาจไม่มีเงินฝากในบัญชีธนาคารและยังคงรับเงินรายได้เป็นเงินสดเป็นหลัก ซึ่งเป็นข้อจำกัดในการเข้าถึงช่องทางการให้บริการบางประเภท

### ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงตัวแทนบริการ (Master Agent) และพันธมิตรทางธุรกิจ (Business Partner)

การดำเนินธุรกิจของบริษัท เป็นรูปแบบของระบบการบริหารงานและร่วมการให้บริการตู้บุญเติม ระหว่างบริษัทกับตัวแทนบริการ (Master Agent) และพันธมิตรทางธุรกิจ (Business Partner) เพื่อขยายจุดให้บริการตู้บุญเติมไปยังพื้นที่และทำเลที่มีคุณภาพ ซึ่งจะครอบคลุมทุกพื้นที่ทั่วประเทศ ทำให้มีความเสี่ยงจากการพึ่งพิงตัวแทนบริการมากเกินไป อย่างไรก็ตาม บริษัทได้มีแผนบริหารความเสี่ยงจากการที่ตัวแทนบริการจะไม่ปฏิบัติตามข้อกำหนดที่ตกลงไว้กับบริษัท จนอาจส่งผลไปถึงการตัดสินใจยกเลิกสัญญาได้ ด้วยการจัดให้มีแผนการเข้าพบและตรวจเยี่ยมเพื่อประเมินคุณภาพและศักยภาพของตัวแทนบริการในแต่ละพื้นที่ตามรอบการประเมินที่เหมาะสม และจัดให้มีแผนการฝึกอบรมและเพิ่มทักษะในการให้บริการของตัวแทนบริการอย่างสม่ำเสมอเป็นประจำทุกปี

### ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผู้บริหารระดับสูง

ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผู้บริหารระดับสูงที่มีศักยภาพในการกำหนดกลยุทธ์และบริหารงานองค์กรให้เป็นไปตามเป้าหมายที่วางไว้ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ส่งผลให้บริษัทเติบโตและรุกธุรกิจได้อย่างรวดเร็วและมีประสิทธิภาพ ซึ่งปัจจุบันบริษัทมีแผนการกระจายอำนาจการบริหาร โดยกำหนดให้ผู้บริหารในระดับต่าง ๆ มีส่วนร่วมในการตัดสินใจและกำหนดทิศทางการดำเนินธุรกิจของบริษัทมากขึ้น มีอำนาจหน้าที่ความรับผิดชอบในงานด้านต่าง ๆ อย่างชัดเจน และจัดให้มีอำนาจการพิจารณาตัดสินใจและดำเนินการในรายละเอียดได้ภายในขอบเขตที่กำหนด

**Income Statement (Consolidated)**

| (Bt mn)               | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Revenue               | 3,127 | 2,838 | 2,721 | 2,668 | 2,730 |
| Cost of sales         | 2,492 | 2,316 | 2,200 | 2,115 | 2,082 |
| Gross profit          | 635   | 534   | 521   | 553   | 647   |
| SG&A                  | 225   | 264   | 255   | 258   | 263   |
| Operating profit      | 702   | 544   | 526   | 547   | 637   |
| EBIT                  | 702   | 544   | 526   | 547   | 637   |
| EBITDA                | 1,236 | 1,081 | 1,086 | 1,059 | 1,098 |
| Interest charge       | 41    | 31    | 24    | 24    | 24    |
| Tax on income         | -78   | -49   | -80   | -94   | -123  |
| G.L from Associates   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Minority Interests    | -1    | -1    | 0     | 0     | 0     |
| Net profit to owners  | 584   | 464   | 422   | 429   | 490   |
| Extraordinary items   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Normalized Net profit | 584   | 464   | 422   | 429   | 490   |

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

| (Bt mn)                  | 2019 | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| Net profit               | 584  | 464   | 422   | 429   | 490   |
| Depre and amortization   | 534  | 537   | 559   | 512   | 461   |
| Short-term Investment    | -50  | 50    | 0     | 0     | 0     |
| Chg. in working capital  | -154 | 80    | -56   | -17   | -11   |
| Cash flow from operation | 914  | 1,132 | 925   | 924   | 940   |
| Capital expenditures     | -194 | -306  | -122  | -133  | -136  |
| Cash flow from investing | -194 | -306  | -122  | -133  | -136  |
| Net borrowings           | -290 | 49    | -250  | -10   | 17    |
| Equity capital raised    | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Dividend paid            | -499 | -479  | -380  | -386  | -441  |
| Others                   | -1   | -8    | 3     | 0     | 0     |
| Cash flow from financing | -798 | -599  | -628  | -396  | -424  |
| Net Change in cash       | -78  | 227   | 176   | 395   | 379   |

**Balance Sheet (Consolidated)**

| (Bt mn)                   | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Cash and equivalent       | 210   | 437   | 612   | 1,007 | 1,386 |
| Accounts receivable       | 869   | 801   | 767   | 752   | 769   |
| Inventory                 | 82    | 56    | 76    | 73    | 72    |
| Other current asset       | 187   | 283   | 283   | 283   | 283   |
| Total current assets      | 1,398 | 1,577 | 1,738 | 2,115 | 2,510 |
| Cash pledged              | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Investment in associates  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| LT Investment             | 63    | 78    | 78    | 78    | 78    |
| PPE                       | 1,954 | 1,511 | 1,073 | 694   | 370   |
| Goodwill                  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Leasehold rights          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Intangible Asset          | 56    | 65    | 65    | 65    | 65    |
| Other assets              | 21    | 173   | 173   | 173   | 173   |
| Total non-current assets  | 2,122 | 1,877 | 1,439 | 1,060 | 736   |
| Total Assets              | 3,520 | 3,454 | 3,177 | 3,175 | 3,246 |
| Short term loan           | 730   | 850   | 605   | 593   | 607   |
| Account payable           | 609   | 633   | 590   | 567   | 559   |
| Current maturities        | 210   | 15    | 15    | 15    | 15    |
| Other current liabilities | 621   | 666   | 637   | 625   | 639   |
| Total current liabilities | 2,171 | 2,164 | 1,846 | 1,800 | 1,819 |
| Long term debt            | 14    | 138   | 133   | 135   | 138   |
| Other LT liabilities      | 0     | 3     | 3     | 3     | 3     |
| Total non-current liab.   | 14    | 142   | 137   | 139   | 141   |
| Total liabilities         | 2,185 | 2,306 | 1,983 | 1,938 | 1,961 |
| Registered Capital        | 400   | 400   | 400   | 400   | 400   |
| Paid-up capital           | 400   | 400   | 400   | 400   | 400   |
| Share Premium             | 387   | 387   | 387   | 387   | 387   |
| Legal reserve             | 227   | 391   | 391   | 391   | 391   |
| Retained earnings         | 503   | 324   | 366   | 409   | 458   |
| Others                    | 0     | -3    | 0     | 0     | 0     |
| Minority Interest         | 5     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Total Equity              | 1,336 | 1,149 | 1,194 | 1,237 | 1,286 |

**Important Ratios**

|                            | 2019 | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Growth (%)</b>          |      |       |       |       |       |
| Revenue                    | -6.6 | -8.9  | -4.5  | -2.0  | 2.3   |
| EBITDA                     | -2.6 | -12.6 | 0.4   | -2.4  | 3.6   |
| Net profit                 | 0.2  | -20.6 | -9.1  | 1.7   | 14.2  |
| Normalized earnings        | 0.2  | -20.6 | -9.1  | 1.7   | 14.2  |
| <b>Profitability (%)</b>   |      |       |       |       |       |
| Gross profit margin        | 20.3 | 18.7  | 19.1  | 20.7  | 23.7  |
| SG&A to sales              | 39.5 | 37.9  | 39.9  | 39.7  | 40.2  |
| EBIT margin                | 22.5 | 19.1  | 19.3  | 20.5  | 23.3  |
| Net profit margin          | 18.7 | 16.3  | 15.5  | 16.1  | 18.0  |
| Norm profit margin         | 18.7 | 16.3  | 15.5  | 16.1  | 18.0  |
| Norm ROA                   | 16.6 | 13.4  | 13.3  | 13.5  | 15.1  |
| Norm ROE                   | 43.7 | 40.4  | 35.4  | 34.7  | 38.1  |
| <b>Risk (x)</b>            |      |       |       |       |       |
| DE                         | 1.64 | 2.01  | 1.66  | 1.57  | 1.53  |
| Net D/E                    | 0.71 | 0.74  | 0.51  | 0.48  | 0.47  |
| Net debt/E                 | 0.71 | 0.74  | 0.51  | 0.48  | 0.47  |
| <b>Per share data (Bt)</b> |      |       |       |       |       |
| Reported EPS               | 0.73 | 0.58  | 0.53  | 0.54  | 0.61  |
| Normalized EPS             | 0.73 | 0.58  | 0.53  | 0.54  | 0.61  |
| EBITDA                     | 1.55 | 1.35  | 1.36  | 1.32  | 1.37  |
| Book value                 | 1.67 | 1.44  | 1.49  | 1.55  | 1.61  |
| Dividend                   | 0.66 | 0.60  | 0.47  | 0.48  | 0.55  |
| Par                        | 0.50 | 0.50  | 0.50  | 0.50  | 0.50  |
| <b>Valuations (x)</b>      |      |       |       |       |       |
| P/E                        | 9.38 | 15.86 | 20.85 | 20.51 | 17.96 |
| Norm P/E                   | 9.38 | 15.86 | 20.85 | 20.51 | 17.96 |
| P/BV                       | 4.10 | 6.41  | 7.37  | 7.12  | 6.85  |
| EV/EBITDA                  | 5.03 | 7.19  | 8.10  | 7.92  | 7.31  |
| Dividend yield (%)         | 6.00 | 5.45  | 4.32  | 4.39  | 5.01  |

Source: Company data, FSS research

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

|  |  |  |   |   |
|--|--|--|---|---|
| <b>สำนักงานใหญ่</b><br>999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25<br>ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน<br>เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-658-9000, 02-658-9500                     | <b>สำนักงานอัมมาลิงค์</b><br>25 อาคารอัมมาลิงค์ ชั้น 9,14,15<br>ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี<br>เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-646-9600, 02-646-9999                           | <b>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1</b><br>7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า<br>ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1<br>ถ.บรมราชชนนี แขวง อนุสาวรีย์<br>เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-878-5999 | <b>สาขา บางกระบือ</b><br>3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3<br>ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว<br>แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ<br>จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-378-4545 | <b>สาขา ประชาชีวะ</b><br>105/1 อาคารบี ชั้น 4<br>ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว<br>เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-580-9130            |
| <b>สาขา บางนา</b><br>589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1<br>ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105<br>(เดิม 1093/105)<br>ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา<br>เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-740-7100 | <b>สาขา มินท์ ทาวเวอร์</b><br>ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9<br>อาคาร มินท์ ทาวเวอร์<br>เลขที่ 719 ถนนบรมหัตถ์ทอง<br>แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน<br>จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-680-0700 | <b>สาขา สีลม 1</b><br>130-132 อาคารสีลม ทาวเวอร์ 1<br>ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี<br>เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-690-4100  | <b>สาขา เคียนหวน (สีลม 2)</b><br>140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18<br>ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี<br>เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-254-1717                | <b>สาขา สาทร</b><br>เลขที่ 48/32 ชั้น 16<br>อาคารทีเอสโกทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ<br>แขวงสีลม เขตบางรัก<br>จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-036-4859 |
| <b>สาขา รังสิต</b><br>1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17<br>ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน<br>ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี<br>02-993-8180   | <b>สาขา รัตนาธิเบศร์</b><br>576 ถ.รัตนาธิเบศร์<br>ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี<br>จ.นนทบุรี<br>02-831-8300   | <b>สาขา แจ้งวัฒนะ</b><br>99, 99/9<br>เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์<br>ยูนิคเลขที่ 1904 ชั้น 19<br>หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด<br>ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี<br>02-005-4193            |   |   |
| <b>สาขา ขอนแก่น</b><br>311/1<br>ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร)<br>ต.ในเมือง<br>อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น<br>043-058-925   | <b>สาขา อุดรธานี</b><br>197/29, 213/3<br>ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง<br>อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี<br>042-245-589  | <b>สาขา เชียงใหม่</b><br>310<br>หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์<br>ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน<br>อ.เมือง จ.เชียงใหม่<br>053-235-889, 053-204-711   | <b>สาขา เชียงราย</b><br>758 ถ.พหลโยธิน ต.เวียง<br>อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย<br>053-750-120   | <b>สาขา สมุทรสาคร</b><br>เลขที่ 813/30 ถนนนเรศวร ตำบลมหาชัย<br>อำเภอเมืองสมุทรสาคร<br>จ.สมุทรสาคร<br>034-428-045                      |
| <b>สาขา แม่สาย</b><br>119 หมู่ 10 ต.แม่สาย<br>อ.แม่สาย จ.เชียงราย<br>053-640-599   | <b>สาขา นครราชสีมา</b><br>198/1 ต.ระกอบสมอราย<br>ต.ในเมือง<br>อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา<br>044-288-700, 044-014-322,<br>044-014-323   | <b>สาขา อนุสาวรีย์</b><br>22/18<br>ถ.หลวงพ่อดิลก<br>ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต<br>จ.ภูเก็ต<br>076-210-499  | <b>สาขา หาดใหญ่</b><br>106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย<br>ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา<br>074-243-777  | <b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b><br>173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่<br>ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี<br>จ.สุราษฎร์ธานี<br>077-222-595  |
| <b>สาขา ดรง</b><br>59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง<br>อ.เมืองตรัง จ.ตรัง<br>075-211-219  | <b>สาขา ปัตตานี</b><br>300/69-70 หมู่ 4 ต.สุตะมิแล<br>อ.เมือง จ.ปัตตานี<br>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 บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชักชวนให้ผู้ลงทุน 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, EAJ, 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 2020

| ช่วงคะแนน | สัญลักษณ์   | ความหมาย |
|-----------|---|----------|
| 100-90    |  | ดีเลิศ   |
| 80-89     |  | ดีมาก    |
| 70-79     |  | ดี       |
| 60-69     |  | ดีพอใช้  |
| 50-59     |  | ผ่าน     |
| <50       | no logo given   | n/a      |

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง "ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR"

**IOD (IOD Disclaimer)**

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)**

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2563 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 24 ตุลาคม 2564) มี 2 กลุ่ม คือ
  - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
  - ได้รับการรับรอง CAC