

# NER (NER TB)

บมจ. นอร์ทอีสท์ รีบเบอร์

Current	Previous	IPO Price	2019 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2017
--	--	2.58	4.16	61%	N/A	N/R

## Consolidated earnings

ผู้ออกหลักทรัพย์		NER
จำนวนหุ้น IPO (ล้านหุ้น)		600 ล้านหุ้น
ราคาเสนอขาย (บาท)		2.58
มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (บาท)		0.50
ระยะเวลาจองซื้อ	29-31 ต.ค. 2018	
วันที่เริ่มทำการซื้อขาย	7 พ.ย. 2018	
ที่ปรึกษาทางการเงิน	บจ.แอสเซท โปร แมเนจเม้นท์	
ผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย	บล. โนมูระ	
Sector		SET

## Consolidated earnings

(Bt mn)	2016	2017	2018E	2019E
Normalized profit	(4)	167	314	491
Net profit	10	224	314	491
EPS (Bt)-Norm	0.01	0.18	0.22	0.32
EPS (Bt)	0.01	0.24	0.20	0.32
% EPS growth	n.a.	-14.9	56.1	44.5
Dividend (Bt)	n.a.	n.a.	0.02	0.13
BV/share (Bt)	0.65	0.76	1.37	1.56
PER (x) - Norm	n.a.	14.5	11.5	8.1
PER (x)	n.a.	10.8	12.6	8.1
PBV(x)	4.0	3.4	1.9	1.7
Dividend yield (%)	4.9	7.1	7.3	7.6
ROE (%)	1.8	33.8	22.3	21.8
No. of shares- full dilution	940	940	1540	1540
Par (Bt)	0.50	0.50	0.50	0.50

Source: Company data, FSS estimates /

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย หุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัท นอร์ทอีสท์ รีบเบอร์ จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

Analyst: Sunanta Vasapinyokul, CFA

Register No.: 019459

Tel.: +662 646 9680

email: Sunanta.v@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

 Finansia Syrus Securities

 @fnsyrus

 @fnsyrus

## ข้างเฟือกบรูรีรัมย์

NER เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายยางแผ่นรมควัน (RSS) ยางแท่ง (STR) และยางผสม (Mixtures Rubber) รายใหญ่ในภาคตะวันออกเฉียงเหนือซึ่งเป็นพื้นที่ที่มียางพาราคุณภาพและเป็นที่ต้องการของลูกค้ามาอย่างยาวนาน เราคาดว่ากำไรปี 2018 จะเพิ่มขึ้น 40%Y-Y เนื่องจากการปรับขั้นตอนการผลิตตั้งแต่การสังเคราะห์วัตถุดิบ, การบริหารแรงงาน, และการปรับกระบวนการผลิตในส่วนของการผลิตยางผสม ผลกำไรจะเริ่มยกฐานขึ้นในปี 2019 จากแผนการเพิ่มกำลังการผลิตจากโรงงานใหม่ของยางผสม และในปี 2020 การเพิ่มกำลังการผลิตเท่าตัวในยางแท่งและยางผสม เราคาดว่ากำไร 2YCAGR จะ +50%Y-Y เราประเมินมูลค่าหุ้น NER ด้วยวิธี Relative PE โดยอิงกับ PE เฉลี่ยในอดีตของ STA 10 ปีย้อนหลังที่ 13 เท่า และใกล้เคียงกับ PE เฉลี่ยของบริษัทที่มีลักษณะธุรกิจใกล้เคียงกันในระดับโลก (Bloomberg) ที่มี PE เฉลี่ยที่ 13.2 เท่า และยังคงสอดคล้องกับอัตราการเติบโตในอีก 5 ปีข้างหน้าที่คาดการณ์ที่ 13% ด้วย บนระดับ PER ดังกล่าวและคาดการณ์ EPS ปี 2019 ที่ 0.32 บาท/หุ้น เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2019 ของ NER เท่ากับ 4.16 บาท (อิง PER 13 เท่า)

## ผู้ผลิตและจำหน่ายยางพารารายใหญ่ในภาคตะวันออกเฉียงเหนือ

NER ดำเนินธุรกิจผลิตและจำหน่ายยางแผ่นรมควัน (RSS) ยางแท่ง (STR) และยางผสม (Mixtures Rubber) เพื่อจำหน่ายไปยังผู้ผลิตในอุตสาหกรรมยานยนต์และกลุ่มลูกค้าคนกลาง ทั้งในประเทศและต่างประเทศ รายได้จากการขายมีสัดส่วน RSS: STR: Mix อยู่ที่ 37:32:31 ตามลำดับในปี 2017 การแข่งขันในธุรกิจมีความรุนแรงอย่างต่อเนื่อง แต่ NER ยังรักษาส่วนแบ่งการตลาดและเป็นที่ยอมรับของลูกค้ามาอย่างยาวนาน เนื่องจากการได้เปรียบจากสถานที่ตั้งในภาคตะวันออกเฉียงเหนือซึ่งเป็นภาคที่ได้ยางมีคุณภาพสูงกว่าภาคอื่น ทั้งด้านความสะอาดและกระบวนการผลิตในขั้นตอนต่อไปทำได้ง่ายขึ้น ทั้งยังเป็นที่ต้องการของตลาด

## ขยายกำลังการผลิต ยกฐานกำไรตั้งแต่ปี 2019 คาด 2YCAGR +50%Y-Y

เราคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2018 ที่ 315 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 40%Y-Y โดยคาดการณ์กำไรขั้นต้นจะปรับขึ้นมาอยู่ที่ราว 10% จาก 7% ในปีก่อน เนื่องจากการลดต้นทุนการผลิตของบริษัท ทั้งจากกระบวนการสังเคราะห์วัตถุดิบ, การบริหารการใช้กำลังคนในโรงงานและการเปลี่ยนกระบวนการผลิตยางผสมจาก Dry Process เป็น Wet Process ซึ่งทำให้ลดขั้นตอนการผลิตลง

เราคาดว่าฐานกำไรของ NER จะยกฐานขึ้นตั้งแต่ปี 2019 โดยคาดการณ์การเติบโตของกำไรปี 2019-2020 จะเติบโตราว 50%Y-Y และ 5 ปีข้างหน้าเฉลี่ยที่ราว 13% เนื่องจากการขยายกำลังการผลิตของ RSS Mixtures 45,000 ตันต่อปี และของ STR Mixtures เริ่มการผลิตปี 2020 มีกำลังการผลิตรวม 345,600 ตันต่อปี หรือเพิ่มขึ้นเท่าตัว Y-Y เราคาดการณ์ Gross margin จะอยู่ที่ 9-10% เนื่องจากการกำหนดราคาขายแบบ Cost Plus นอกจากนี้ฐานะการเงินยังแข็งแกร่งขึ้น เราคาดว่าหลัง IPO อัตราส่วน Interest-bearing Debt to Equity ลดลงมาอยู่ที่ 1.48 เท่าในปี 2018 และ 1.06 เท่าในปี 2019

## ประเมินราคาเหมาะสมปี 2019 ที่ 4.16 บาท

เราประเมินมูลค่าหุ้น NER ด้วยวิธี Relative PE โดยอิงกับ PE เฉลี่ยในอดีตของ STA 10 ปีย้อนหลังที่ 13 เท่า และใกล้เคียงกับ PE เฉลี่ยของบริษัทที่มีลักษณะธุรกิจใกล้เคียงกันในระดับโลก (Bloomberg) ที่มี PE เฉลี่ยที่ 13.2 เท่า และยังคงสอดคล้องกับอัตราการเติบโตในอีก 5 ปีข้างหน้าที่คาดการณ์ที่ 13% ด้วย บนระดับ PER ดังกล่าวและคาดการณ์ EPS ปี 2019 ที่ 0.32 บาท/หุ้น เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2019 ของ NER เท่ากับ 4.16 บาท

ความเสี่ยง: ขาดทุนสต็อกสินค้าจากการผันผวนของราคาขาย, ขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยนจากความผันผวนของค่าเงิน, การไม่รับสินค้าของลูกค้า, การล่าช้าของการก่อสร้างโรงงานใหม่

**ลักษณะการประกอบธุรกิจ**

**ผู้ผลิตและจำหน่ายยางรายใหญ่ในภาคตะวันออกเฉียงเหนือ**

**ลักษณะการประกอบธุรกิจ**

บริษัท นอร์เทิส รัมเบอร์ จำกัด (มหาชน) หรือ NER ดำเนินธุรกิจผลิตและจำหน่ายยางแผ่นรมควัน (Ribbed Smoked Sheet : RSS) ยางแท่ง (Standard Thai Rubber: STR) และยางผสม (Mixtures Rubber) เพื่อจำหน่ายไปยังผู้ผลิตในอุตสาหกรรมยานยนต์และกลุ่มผู้ค้าคนกลาง ทั้งในประเทศและต่างประเทศ อาทิ จีน สิงคโปร์ ฮองกง มาเลเซีย เป็นต้น โดย NER เป็นผู้ได้รับใบอนุญาตเป็นผู้ผลิตและส่งออกยางพาราไปยังนอกราชอาณาจักร

ผลิตภัณฑ์ผลิตและจำหน่ายแบ่งออกเป็น 3 ประเภทหลัก คือ

1. กลุ่มผลิตภัณฑ์ยางแผ่นรมควัน (Ribbed Smoked Sheet : RSS) เป็นผลิตภัณฑ์ยางแผ่นดิบที่ใช้น้ำยางสดเป็นวัตถุดิบ นำมาผ่านกระบวนการผลิตและการรมควัน ซึ่งสามารถแบ่งชั้นตามคุณภาพของยาง แบ่งออกเป็น 6 ประเภท ได้แก่ ยางแผ่นรมควัน RSSชั้นพิเศษ RSSชั้น 1 RSSชั้น 2 RSSชั้น 3 RSSชั้น 4 และRSSชั้น 5 ซึ่งสามารถนำไปเป็นวัตถุดิบสำคัญของผลิตภัณฑ์หลากหลาย อาทิ ยางล้อรถยนต์ สายพาน ท่อน้ำ อะไหล่รถยนต์ เป็นต้น โดยบริษัทจำหน่ายเพียงยางแผ่นรมควัน RSSชั้น 2 RSSชั้น 3 RSSชั้น 4 และRSSชั้น 5 ซึ่งจะนำมาอัดก้อนและจำหน่ายไปยังผู้ผลิตในอุตสาหกรรมยานยนต์เป็นส่วนใหญ่
2. กลุ่มผลิตภัณฑ์ยางแท่ง (Standard Thai Rubber: STR) เป็นผลิตภัณฑ์ยางแท่ง (Block Rubber) หรือมาตรฐานยางแท่งที่เรียกว่า Standard Thai Rubber (STR) ซึ่งใช้น้ำยางสดและยางแท่งเป็นวัตถุดิบในการผลิต โดยแบ่งตามคุณภาพของยางออกเป็น 8 ประเภท ได้แก่ ยางแท่ง STRXL STR5L STR5 STR5CV STR10 STR10CV STR20 และ STR20CV ส่วนใหญ่จะนำไปใช้เป็นวัตถุดิบในการผลิตล้อสำหรับยานพาหนะ ซึ่งบริษัทจำหน่ายเพียงยางแท่ง STR20 และจำหน่ายไปยังผู้ผลิตในอุตสาหกรรมยานยนต์ โดยยางแท่งมีการกำหนดคุณภาพเป็นมาตรฐานดีกว่ายางแผ่นรมควันและมีใบรับรองคุณภาพรองรับ
3. กลุ่มผลิตภัณฑ์ยางผสม (Mixtures Rubber) ผลิตภัณฑ์ยางผสม หรือผลิตภัณฑ์ยางคอมปาวด์ (Compound Rubber) เป็นผลิตภัณฑ์ยางธรรมชาติที่มีส่วนของยางและสารเคมีต่างๆ โดยสามารถนำไปประกอบการผลิตผลิตภัณฑ์ได้หลากหลาย อาทิ ยางล้อ ถูมมือยาง ถูยางอนามัย และยางรัดของ เป็นต้น ซึ่งบริษัทจะผลิตและนำมาอัดเป็นแท่ง และจำหน่ายไปยังผู้ผลิตในอุตสาหกรรมยานยนต์

ในปี 2017 ผลิตภัณฑ์ที่บริษัทจำหน่ายมากที่สุด เรียงลำดับ ได้แก่ กลุ่มผลิตภัณฑ์ยางแผ่นรมควัน (Ribbed Smoked Sheet : RSS) รองลงมาคือ กลุ่มผลิตภัณฑ์ยางแท่ง (Standard Thai Rubber20: STR20) และกลุ่มผลิตภัณฑ์ยางผสม (Mixtures Rubber) โดยคิดเป็นสัดส่วนประมาณร้อยละ 37 ร้อยละ 32 และร้อยละ 31 ตามลำดับ

**ตารางที่ 1: แสดงผลิตภัณฑ์ของบริษัท**

ผลิตภัณฑ์	รูปแบบ	อุตสาหกรรมที่นำผลิตภัณฑ์ไปใช้
1.ยางแผ่นรมควัน (RSS)		อุตสาหกรรมที่นำผลิตภัณฑ์ไปใช้ อุตสาหกรรมยานยนต์

2. ยางแท่ง (STR)		อุตสาหกรรมยานยนต์ (เป็นวัตถุดิบในการผลิตล้อรถยนต์ ล้อรถจักรยานยนต์ ผลิตภัณฑ์สายพานต่างๆ ผลิตภัณฑ์ยางรองพื้น เป็นต้น)
3. ยางผสม (Mixtures Rubber)		อุตสาหกรรมยานยนต์ ยางล้อ ぐมี ยาง ぐยยางอนามัย ยางรัดของ

Source: Company's Filing

กลุ่มลูกค้า

1. กลุ่มผู้ค้าคนกลาง (Trader) เป็นลูกค้าที่มีการสั่งซื้อจากบริษัท ในปริมาณการสั่งซื้อครั้งละจำนวนมาก และนำไปรวบรวมเพื่อจำหน่ายให้กับผู้ผลิตในอุตสาหกรรมอีกต่อหนึ่ง โดย Trader เป็นบริษัทการค้าระหว่างประเทศในอุตสาหกรรมยางธรรมชาติและยางสังเคราะห์ที่มีสำนักงานอยู่ทั่วโลก บริษัทมีการจำหน่ายผ่านลูกค้ากลุ่มนี้ร้อยละ 60 ทั้งไทย จีน สิงคโปร์และมาเลเซีย เป็นต้น

2. กลุ่มผู้ผลิตอุตสาหกรรมปลายน้ำ (Manufacturers) เป็นกลุ่มลูกค้าที่นำสินค้าของบริษัท ได้แก่ สินค้ายางพาราแปรรูป ซึ่งนับว่าเป็นสินค้าในอุตสาหกรรมกลางน้ำ นำมาผลิตเป็นสินค้าสำเร็จรูป ส่วนใหญ่เป็นการจำหน่ายไปยังผู้ผลิตในอุตสาหกรรมยางล้อรถยนต์ โดยเฉพาะผู้ผลิตสินค้าล้อรถยนต์ชั้นนำของโลก ได้แก่ Bridgestone ซึ่งเป็นผู้ผลิตยางรถยนต์อันดับ 1 ของโลก และมีส่วนแบ่งตลาดยางรถยนต์ของโลกประมาณร้อยละ 15 ในปี 2560 และไตรมาส 1 ปี 2561 บริษัทมีสัดส่วนการขายผ่านลูกค้ากลุ่ม Manufacturers ประมาณร้อยละ 40 ทั้งในไทย และต่างประเทศ อาทิ จีนและสิงคโปร์

บริษัทมีสัดส่วนการจำหน่ายสินค้าในประเทศมากกว่าต่างประเทศ โดยในปี 2017 บริษัทมีสัดส่วนการจำหน่ายสินค้าต่างประเทศ คิดเป็นร้อยละ 40 และจำหน่ายภายในประเทศ คิดเป็นร้อยละ 60 และในไตรมาส 1 ปี 2561 คิดเป็น ร้อยละ 34 และร้อยละ 66 ตามลำดับสำหรับการส่งออกส่วนใหญ่ส่งไปยัง จีน สิงคโปร์ และมาเลเซีย

คู่แข่ง

การแข่งขันในธุรกิจอยู่ในระดับปานกลาง บริษัทมีส่วนแบ่งการตลาดที่ร้อยละ 3.39 เทียบกับผลผลิตยางไทยที่ประมาณ 4,505,182 ตันในปี 2017 (ที่มา: สมาคมยางพาราไทย) และคิดเป็น 1.18% ของความต้องการใช้ผลิตภัณฑ์ยางธรรมชาติทั่วโลกที่ประมาณ 12,904,000 ตันในปี 2017 (ที่มา: Association of Natural Rubber Producing Countries (ANRPC), Natural Rubber Trends & Statistics, December 2017) โดย STA เป็นผู้ผลิตรายใหญ่และมีส่วนแบ่งการตลาดโลกที่ร้อยละ 10 สำหรับการผลิตและคู่แข่งทางตรงของบริษัทมีดังต่อไปนี้

**ตารางที่ 2: ผู้ประกอบการในธุรกิจเดียวกัน**

บริษัท	ยางแผ่นรมควัน	ยางแท่ง	ยางผสม
1. บริษัท ศรีตรังแอโกลอินดัสทรี จำกัด (มหาชน)	209,921 ตัน/ปี	1,992,900 ตัน/ปี	-
2. บริษัท ไทยฮั้วยางพารา จำกัด (มหาชน)	180,000 ตัน/ปี	240,000 ตัน/ปี	-

3. บริษัท เซาท์แลนด์รีบเบอร์ จำกัด	240,000 ตัน/ปี	384,000 ตัน/ปี	120,000 ตัน/ปี
4. บริษัท วงศ์บัณฑิต จำกัด	240,000 ตัน/ปี	300,000 ตัน/ปี	-
5. บริษัท นอร์ทอีสท์ รีบเบอร์ จำกัด (มหาชน)	60,000 ตัน/ปี	172,800 ตัน/ปี	

ที่มา: Company filing, สมาชิกรัฐสภากรมการยางพาราไทย และกำลังการผลิตของแต่ละบริษัท จากสมาคมยางพาราไทย และรายงานประจำปี 2560 ของบริษัท ศรีตรังแอมโกลอินดัสทรี จำกัด (มหาชน)

### ภาวะอุตสาหกรรม

**การผลิต และการนำเข้า** - ภูมิภาคเอเชียเป็นแหล่งผลิตยางพาราที่สำคัญของโลก โดยคิดเป็นร้อยละ 90 ของผลผลิตยางพาราทั่วโลก ซึ่ง ในปี 2560 ประเทศไทยเป็นประเทศที่มีผลผลิตยางพาราเป็นอันดับ 1 ของโลก คิดเป็นประมาณร้อยละ 35.90 ของผลผลิตโลก อย่างไรก็ตาม การลงทุนพัฒนาอุตสาหกรรมปลายน้ำสำหรับยางพารายังมีไม่มากนัก ทำให้ผลผลิตยางแปรรูปขั้นต้นของไทยกว่าร้อยละ 85 ถูกส่งออกไปยังฐานการผลิตผลิตภัณฑ์ยางในต่างประเทศ ในขณะที่การใช้ผลิตภัณฑ์ยางแปรรูปขั้นต้นในประเทศมีเพียงร้อยละ 15 และถูกใช้ไปในอุตสาหกรรมยางรถยนต์ อุตสาหกรรมยางยืด และอื่นๆ อาทิ ถุงมือยาง ท่อยาง เป็นต้น อุตสาหกรรมยางแผ่นรมควันของไทยมีมูลค่า 5.5 หมื่นล้านบาท ในปี 2017 ในขณะที่อุตสาหกรรมยางแท่งของไทยมีมูลค่าประมาณ 1.2 แสนล้านบาท ในปี 2017 ผลผลิตรวมยางพาราทั้งประเทศ ในปี 2560 เท่ากับ 4.51 ล้านตัน ซึ่งภาคใต้เป็นภาคที่มีผลผลิตมากที่สุด ที่ 2.94 ล้านตัน และภาคตะวันออกเฉียงเหนือเป็นลำดับรองลงมาที่ 0.95 ล้านตัน

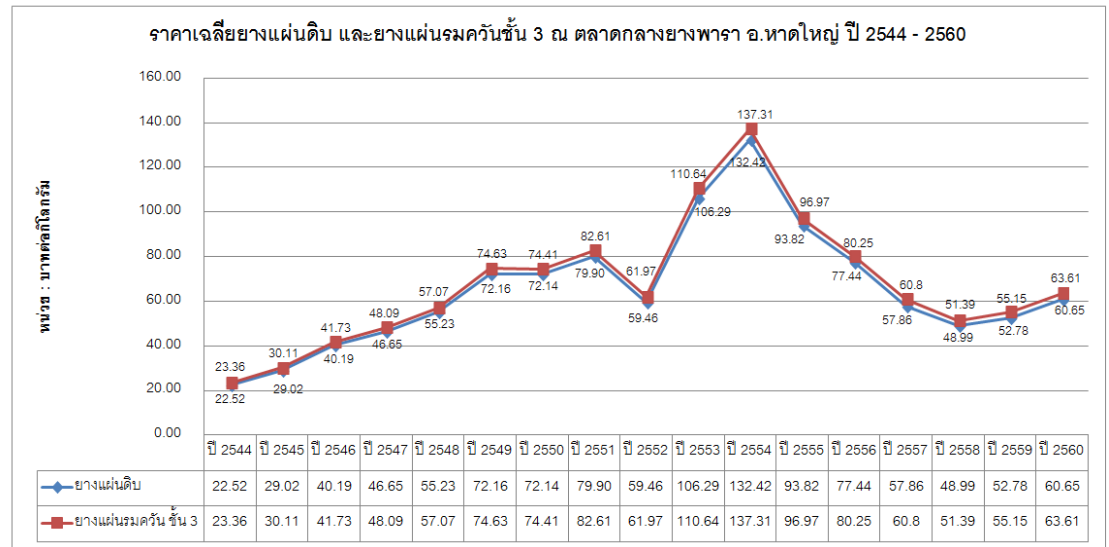
การนำเข้ายางส่วนใหญ่เป็นยางสังเคราะห์ สินค้าผลิตภัณฑ์ยางที่ประเทศไทยนำเข้ามากที่สุด ได้แก่ยางล้อรถยนต์ ท่อยาง และสายพาน ซึ่งมีมูลค่านำเข้ารวมประมาณ 1,275 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ในปี 2017 เพิ่มขึ้นจากปี 2016 ร้อยละ 4.95

**การส่งออก** - ส่งออกยางพาราที่สำคัญของประเทศไทย คือ ประเทศจีน ซึ่งมีสัดส่วนประมาณร้อยละ 50 ของมูลค่าการส่งออกยางพารารวม รองลงมา ได้แก่ประเทศมาเลเซีย ประเทศญี่ปุ่น และประเทศเกาหลีใต้ โดยมีสัดส่วน ร้อยละ 13 ร้อยละ 8 และร้อยละ 5 ตามลำดับ โดยปัจจุบันประเทศไทยเป็นผู้ส่งออกน้ำยางขั้น และยางแผ่นรมควัน เป็นอันดับ 1 ของโลก ซึ่งมีส่วนแบ่งการตลาดร้อยละ 75.80 และร้อยละ 62.90 ของมูลค่าการส่งออกยางของโลกตามลำดับ ส่วนการส่งออกยางแท่ง ประเทศไทยส่งออกรองจากประเทศอินโดนีเซียเป็นลำดับที่สอง โดยมีส่วนแบ่งการตลาดอยู่ที่ร้อยละ 27.50 และสำหรับยางผสม ประเทศไทยมีส่วนแบ่งตลาดอยู่ที่เพียงร้อยละ 5.70 ของมูลค่าการส่งออกยางของโลก

**ราคายางพารา** - ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา อุตสาหกรรมยางพาราโลกเผชิญแรงกดดันจากราคายางพาราธรรมชาติที่เป็นขาลงอย่างต่อเนื่อง จากระดับราคาเฉลี่ยสูงสุดที่ 190.30 บาทต่อกิโลกรัม ในเดือนกุมภาพันธ์ปี 2011 มาเฉลี่ยที่ประมาณ 52-55 บาทต่อกิโลกรัมในปัจจุบัน โดยอ้างอิงจากราคายางแผ่นรมควันชั้น 3 ซึ่งใช้เป็นราคาอ้างอิงของอุตสาหกรรม ส่งผลให้ผู้ประกอบการบางแห่งมีความเสี่ยงเรื่องปัญหาการขาดทุนสต็อก ซึ่งมีสาเหตุมาจากอุปสงค์เติบโตชะลอลง เนื่องจากยางพาราทั่วโลกประมาณ 3 ใน 4 ส่วน ถูกใช้เป็นวัตถุดิบในอุตสาหกรรมล้อยาง ที่ผ่านมามีความต้องการใช้ล้อยางของโลกเพิ่มขึ้นในอัตราที่ชะลอตัวตามอุตสาหกรรมยานยนต์โลกที่เติบโตเฉลี่ยเพียง 2-4% ต่อปี (ที่มา: LMC International)

เนื่องจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกยังเปราะบาง จึงส่งผลต่อความต้องการยางพาราไม่สูงมากนัก ทั้งนี้การบริโภคยางพาราทั่วโลกในปี 2017 อยู่ที่ประมาณ 12.90 ล้านตัน และอุปทานขยายตัวเร็วขึ้นมาก การขยายพื้นที่ยางพาราของหลายชาติในเอเชีย โดยเฉพาะในไทยและกลุ่มประเทศ CLMV ส่งผลให้ผลผลิตยางพาราเพิ่มขึ้นในอัตราเร่งกว่าความต้องการ โดยผลผลิตยางพาราโลกในปี 2017 อยู่ที่ 13.30 ล้านตัน และทำให้สต็อกยางพาราโลกเพิ่มสูง เมื่อเทียบกับเมื่อ 10 ปีก่อน (ที่มา : วิจัยกรุงศรี แนวโน้มธุรกิจ/อุตสาหกรรม ปี 2559 – ปี 2561) โดยมีข้อมูลราคายางพาราตั้งแต่ปี 2001 ถึงปี 2017 จากข้อมูลสถิติยางไทย การยางแห่งประเทศไทย ดังกราฟด้านล่าง

รูปที่ 1: ราคาเฉลี่ยยางแผ่นดิบ และยางแผ่นรมควันชั้น 3 ณ ตลาดกลางยางพารา อ.หาดใหญ่ ปี 2544-2560



ที่มา: การยางแห่งประเทศไทย

สำหรับปี 2018 คาดการณ์ว่าราคายางพาราในตลาดโลกจะมีแนวโน้มทรงตัวต่อเนื่องจากปลายปี 2017 และราคาเฉลี่ยยางแผ่นรมควันชั้น 3 จะอยู่ที่ระดับ 50 – 55 บาทต่อกิโลกรัม แม้ว่าความต้องการใช้จากประเทศจีน และประเทศมาเลเซียจะเพิ่มขึ้น แต่เนื่องจากผลผลิตยางพาราใหม่ของจีนที่ปลูกในกลุ่มประเทศ CLMV จะทยอยเปิดกรีดได้เพิ่มขึ้น ทำให้สต็อกยางพาราในตลาดโลกจะสูงขึ้นเช่นกัน อย่างไรก็ตาม ทิศทางราคายางพาราที่คาดว่าจะแกว่งตัวอยู่ในช่วงแคบจะสร้างความเสี่ยงจากภาวะขาดทุนสต็อกของผู้ประกอบการลดลง The Rubber Economist คาดการณ์ว่าการผลิตยางธรรมชาติของโลกจะเพิ่มขึ้นร้อยละ 3.7 ต่อปี และการใช้ยางธรรมชาติจะเพิ่มขึ้นเฉลี่ยร้อยละ 3 ต่อปี ในช่วงปี 2017 – 2018

### ประเด็นการลงทุนและโอกาสการเติบโตในอนาคต

1. NER ได้เปรียบด้านที่ตั้ง เพราะเป็นบริษัทเป็นผู้ผลิตและแปรรูปผลิตภัณฑ์จากยางพารารายใหญ่ของภาคตะวันออกเฉียงเหนือ ซึ่งภาคตะวันออกเฉียงเหนือถือได้ว่ามีพื้นที่การปลูกยางพารามากที่สุดเป็นอันดับที่ 2 รองจากภาคใต้ เกษตรกรส่วนใหญ่ในภาคตะวันออกเฉียงเหนือเป็นเกษตรกรสวนยางขนาดเล็กจำนวนมากกว่าร้อยละ 65 ซึ่งมีพื้นที่ปลูกยางพาราระหว่าง 1-25 ไร่ต่อครัวเรือน นอกจากนี้ยางพาราในภาคตะวันออกเฉียงเหนือเป็นยางพาราที่สะอาด ไม่มีสิ่งแปลกปลอมหรือสิ่งสกปรกปะปน ทำให้กระบวนการผลิตยางในขั้นต่อไปทำได้ง่ายขึ้นและเป็นที่ต้องการของตลาด
2. อุปทานมีเพียงพอต่อความต้องการ เนื่องจากโรงงานรับซื้อยางพาราธรรมชาติในภาคตะวันออกเฉียงเหนือมีจำนวนน้อยกว่าโรงงานรับซื้อยางภาคใต้ ทำให้มีอุปทานส่วนเกิน เกษตรกรจะนำยางพาราไปจำหน่าย ณ จุดประมวล หรือจำหน่าย โดยตรงหน้าโรงงานผู้ผลิตสินค้าแปรรูป บริษัทไม่เคยประสบปัญหาขาดแคลนวัตถุดิบ และสามารถผลิตและส่งสินค้าให้แก่ลูกค้าได้ตรงเวลา
3. เครื่องจักรทันสมัยและครบครัน หลักๆใช้เครื่องจักรจากต่างประเทศ รวมถึงการที่เป็นโรงงานที่มีอัตราการสูญเสียจากการผลิตเป็นศูนย์ (Zero Waste ด้วย)
4. สินค้าของบริษัทได้รับส่งเสริมการลงทุน BOI ทำให้ได้รับสิทธิประโยชน์ด้านภาษีอากร

## ผลการดำเนินงานในอดีต และคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

### แม้ปีที่ผ่านมาที่ผ่านแล้ว บริษัทยังสามารถสร้างกำไร

ในปี 2015 - 2017 บริษัทฯมีรายได้เติบโตขึ้นทุกปีจาก 4,441 ล้านบาท ในปี 2015 เป็น 9,805 ล้านบาท ในปี 2017 คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 48.6% ผลิตภัณฑ์หลักของบริษัทคือยางแผ่นรมควัน (RSS) ซึ่งปัจจุบันมีกำลังการผลิต 60,000 ตันต่อปี และเป็นการขายในประเทศเป็นหลัก ในปี 2016 รายได้จาก RSS เพิ่มขึ้นเท่าตัวจากปีก่อนหน้าเนื่องจากปริมาณการขายที่เพิ่มขึ้น (ราคาขายเฉลี่ยลดลงจาก 54.22 บาทต่อกิโลกรัมเป็น 53.31 บาทต่อกิโลกรัม) และเติบโตต่อเนื่องอีก 60% ในปี 2017 เนื่องจากปริมาณการขายที่เพิ่มขึ้น 20%Y-Y โดยการขายในและต่างประเทศมีอัตราส่วนใกล้เคียงกัน ขณะที่ราคาขายได้ปรับตัวสูงขึ้นเป็น 68.34 บาทต่อกิโลกรัมในปี 2560 ในส่วนของผลิตภัณฑ์ยางแท่งและยางผสม ซึ่งในปี 2015 มีกำลังการผลิต 79,200 ตันต่อปี และเพิ่มเป็น 172,800 ตันต่อปีในปัจจุบัน

บริษัทมีอัตรากำไรขั้นต้นในปี 2015-2017 ที่ 14.02%, 5.67% และ 7.02% ตามลำดับ ในปี 2016 อัตรากำไรขั้นต้นลดลงอย่างมีนัยเป็น 5.67% เนื่องจากราคาขายยางพาราเฉลี่ยในปี 2016 ที่ลดลงจาก 49.81 บาท เป็น 48.83 บาทต่อกิโลกรัมหรือ 2%Y-Y แต่ราคาซื้อวัตถุดิบปรับขึ้นจาก 37 บาทต่อกิโลกรัมเป็น 72 บาทต่อกิโลกรัมในช่วงปลายปี ทำให้ต้นทุนการซื้อเพิ่มขึ้น ขณะที่ราคาขายยางลดลงเล็กน้อยจากการขายสินค้าไปต่างประเทศที่ลดลง นอกจากนี้ยังเกิดจากต้นทุนทางอ้อมที่เพิ่มขึ้นด้วย ในปี 2017 กำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นเป็น 7% เนื่องจากราคาขายยางที่เพิ่มขึ้นขณะที่ราคาซื้อวัตถุดิบทรงตัว

กำไรสุทธิปี 2015-2017 อยู่ที่ 290 ล้านบาท 10.3 ล้านบาทและ 224 ล้านบาทตามลำดับ สาเหตุที่บริษัทมีกำไรสุทธิในปี 2016 ที่ลดลงจากปี 2015 เป็นผลจากการอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลงโดยหลักเป็นการลดลงของยางแท่งและยางผสม เนื่องจากราคาขายเฉลี่ยในปี 2559 ของบริษัทลดลง ประกอบกับบริษัทมีต้นทุนวัตถุดิบเพิ่มขึ้นจากราคาซื้อเฉลี่ยที่สูงขึ้น ส่งผลให้กำไรสุทธิของบริษัทลดลง อย่างไรก็ตาม บริษัทยังสามารถบริหารต้นทุนในการจัดจำหน่ายและค่าใช้จ่ายในการบริหารดีขึ้นเล็กน้อยเมื่อเทียบกับรายได้ขายในงวดเดียวกัน รวมถึงต้นทุนทางการเงินของบริษัทที่มีสัดส่วนต่อรายได้รวมของบริษัทลดลง

สำหรับปี 2560 บริษัทมีกำไรสุทธิเพิ่มขึ้นจำนวน 213.79 ล้านบาท พลิกกลับสู่ปกติ เนื่องจากกำไรขั้นต้นของบริษัทเพิ่มขึ้นจากสัดส่วนต้นทุนวัตถุดิบและค่าใช้จ่ายในการผลิตที่ลดลง ประกอบกับบริษัทสามารถบริหารต้นทุนในการจัดจำหน่ายทำให้ต้นทุนดังกล่าวลดลงจากการลดลงของค่าระวางเรือขาออก ค่าขนส่งสินค้าและค่าขนย้ายตู้ รวมทั้งค่าใช้จ่ายในการขนส่งทั้งในประเทศและต่างประเทศ เป็นต้น และสัดส่วนต้นทุนทางการเงินต่อรายได้รวมของบริษัทลดลงจากดอกเบี้ยจ่ายของเงินกู้ยืมระยะสั้นประเภทตั๋วสัญญาใช้เงิน และดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระยะยาวส่งผลให้กำไรสุทธิของบริษัทเพิ่มขึ้น

### คาดการณ์กำไรปี 2018 เพิ่ม %Y-Y หลัก ๆ จากการปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิต

เราคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2018 ที่ 315 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 40%Y-Y โดยคาดการณ์รายได้จะชะลอตัวลงมาอยู่ที่ราว 8.8 พันลบ. ลดลง 10%Y-Y เนื่องจากราคาขายยางที่ปรับตัวลงจากค่าเฉลี่ยในปี 2017 โดยราคาขายยาง RSS เฉลี่ยใน 1Q18 อยู่ที่ราว 54 บาทต่อกิโลกรัม สมมติฐานราคาขายของเราจึงทรงตัวที่ 54 บาทต่อกิโลกรัม ลดลงจาก 60 บาทต่อกิโลกรัมในปี 2017 อย่างไรก็ตามเราคาดการณ์ปริมาณการขายจะเพิ่มขึ้นราว 48%Y-Y มาอยู่ที่ราว 1.6 แสนตัน โดยส่วนใหญ่เกิดจากการเพิ่มขึ้นของขาย STR และยางผสม ขณะที่ราคาตัวกำไรขั้นต้นจะปรับขึ้นมาอยู่ที่ราว 10% จาก 7% ในปีก่อน เนื่องจากการลดต้นทุนการผลิตของบริษัท ทั้งจากกระบวนการซื้อวัตถุดิบให้สอดคล้องกับการขาย การบริหารการใช้กำลังคนในโรงงานที่ดีขึ้นโดยการเปลี่ยนรูปแบบการจ่ายค่าแรงจากคงที่เป็นผันแปรตามปริมาณการผลิต ซึ่งแม้ว่าจะทำให้ต้นทุนค่าแรงเพิ่มขึ้นแต่ปริมาณการผลิตเพิ่มขึ้นในอดีตที่มากกว่า ทำให้สัดส่วนต้นทุนแรงงานต่อรายได้ลดลง นอกจากนี้ปัจจัยที่สำคัญคือการเปลี่ยนกระบวนการผลิตยางผสมจาก Dry Process เป็น Wet Process ซึ่งทำให้ลดขั้นตอนการผลิต

**กำลังการผลิตใหม่เสริมกำไรในปี 2019-2020 คาด CAGR +50%Y-Y**

เรคาดการณ์การเติบโตของกำไรในปี 2019-2020 จะเติบโตก้าวกระโดด 50% ต่อปี เนื่องจาก

1. กำลังการผลิตใหม่ในส่วนของยางผสม ซึ่งมีกำลังการผลิต 60,000 ตันต่อปี เราคาดปริมาณการขายที่ 30,000 ตันต่อปีในเบื้องต้นสำหรับปี 2019 หรือ 50% ของกำลังการผลิตทั้งหมด และเรคาดการณ์การขายที่ 80% ของกำลังการผลิตหรือ 48,000 ในปี 2020
2. กำลังการผลิตใหม่ของ STR และ Mixtures Rubber จะกำลังการผลิตรวม 345,600 ตันต่อปี จากเดิม 172,800 ตันต่อปี ปริมาณการขายในปี 2019 จะไม่ถูกระทบ แต่จะส่งผลต่อปริมาณการขายในปี 2020 ซึ่งเราอิงกับ 80% ของกำลังการผลิต ทำให้รวมแล้ว STR และ STR Mixtures จะมีปริมาณการขายเพิ่มขึ้นราว 70%Y-Y มาอยู่ที่ระดับราว 3.5 แสนตันต่อปี
3. ประมาณการตั้งกล่าวอยู่บนสมมติฐานราคาขายเฉลี่ยทุกผลิตภัณฑ์ที่ 55 บาทต่อกิโลกรัม อิงจากสมมติฐานว่าราคาขายเริ่มมีความผันผวนน้อยลงและราคาปัจจุบันอยู่ใกล้ระดับจุดต่ำสุดแล้ว และสมมติฐาน Gross margin ที่ 9-10% เนื่องจากวิธีการกำหนดราคาขายที่เป็น Cost plus ทำให้บริหาร margin ได้ง่ายขึ้น
4. เรคาดว่าค่าใช้จ่ายทางการเงินจะลดลง 22%Y-Y ภายหลังการ IPO คาดการณ์อัตราส่วน Interest-bearing Debt to Equity ลดลงมาอยู่ที่ 1.48 เท่าในปี 2018 และ 1.06 เท่าในปี 2019

**ประเมินมูลค่าเหมาะสม**

เราประเมินมูลค่าหุ้น NER ด้วยวิธี Relative PE โดยอิงกับ PE เฉลี่ยในอดีตของ STA 10 ปีย้อนหลังที่ 13 เท่า ซึ่งถือเป็นระดับที่เหมาะสม ไม่ Aggressive จนเกินไป แม้จะสูงกว่า PE เฉลี่ยของ TRUBB ซึ่งอยู่ที่ 10.8 เท่า แต่ด้วยสัดส่วนรายได้ที่แตกต่างกัน โดย NER มีรายได้จากกลุ่มสินค้าที่มีอัตรากำไรขั้นต้นสูงกว่า และมีความผันผวนของผลประกอบการน้อยกว่า และใกล้เคียงกับ PE เฉลี่ยของบริษัทที่มีลักษณะธุรกิจใกล้เคียงกันในระดับโลกรวม 6 บริษัท ได้แก่ Sanok Rubber, Horana Plant, Kuala Lumpur Kepong, Anglo-Eastern Plantations, Phuoc Hoa Rubber และ SOC Africaine ซึ่งมี PE เฉลี่ยที่ 13.2 เท่า

ดังนั้นเราจึงเลือกประเมินหุ้น NER โดยอิง PE ที่ 13 เท่า และจากคาดการณ์ EPS ปี 2019 ที่ 0.32 บาท/หุ้น เราจึงประเมินราคาเป้าหมายปี 2019 ของ NER เท่ากับ 4.16 บาท

**โครงสร้างการถือหุ้น การเพิ่มทุน และนโยบายการจ่ายเงินปันผล**

บริษัทฯมีแผนขายหุ้น IPO จำนวน 600 ล้านหุ้น (มูลค่าพาร์ 0.5 บาท/หุ้น) โดยจะเสนอขายต่อประชาชนทั่วไป โดยภายหลัง IPO บริษัทฯจะมีทุนชำระแล้วเพิ่มขึ้นเป็น 770 ล้านบาท จากปัจจุบัน 470 ล้านบาท

วัตถุประสงค์การเพิ่มทุนครั้งนี้ เพื่อใช้เป็นเงินทุนในการก่อสร้างโรงงานใหม่สำหรับผลิตภัณฑ์ยางแท่งและยางผสม, ใช้เป็นเงินทุนสำหรับดำเนินการปรับปรุงเครื่องจักรเพื่อเพิ่มกำลังการผลิต และใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินธุรกิจ

บริษัทฯมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลไม่น้อยกว่า 40% ของกำไรสุทธิหลังของงบการเงินของบริษัท ภายหลังจากหักภาษี และเงินทุนสำรองตามกฎหมาย และเงินสำรองอื่น (ถ้ามี)

## โครงสร้างผู้ถือหุ้น

รายชื่อผู้ถือหุ้น	ก่อน IPO	หลัง IPO
กลุ่มนายชิววิทย์ จິงชนสมบูรณ	98.86%	60.34%
1. นายชิววิทย์ จິงชนสมบูรณ	98.38%	60.05%
2. นางภณิดา จິงชนสมบูรณ	0.48%	0.29%
นายนรินทร์ จິงชนสมบูรณ	0.71%	0.44%
นายชุม จິงชนสมบูรณ	0.43%	0.26%
เสนอขายต่อประชาชนทั่วไป	-	38.96%
<b>จำนวนหุ้นรวม (ล้านหุ้น)</b>	<b>940</b>	<b>1,540</b>

Source: Company Data

## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

### ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาขายพาราตามราคาตลาดโลก

บริษัทต้องซื้อพาราเป็นวัตถุดิบ อีกทั้งการจำหน่ายสินค้าพารามีการอ้างอิงราคาขายตามราคาตลาดโลก ส่งผลให้บริษัทมีความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนของความผันผวนของราคาวัตถุดิบที่ต้องจ่ายให้กับผู้จัดหาวัตถุดิบ และราคาสินค้าที่จะจำหน่ายให้กับลูกค้า ทั้งนี้มีหลายปัจจัยที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาขายพาราตลาดโลก อาทิ ด้านอุปสงค์และอุปทานของตลาด, ปริมาณวัตถุดิบของขงธรรมชาติ, ราคาน้ำมันดิบ, การเก็งกำไรราคาขายผ่านตลาดซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้าและนโยบายภาครัฐบาล เป็นต้น ส่วนใหญ่เป็นปัจจัยที่บริษัทควบคุมไม่ได้ แต่บริษัทการติดตามราคาขายในตลาดโลกและตลาดกลางในประเทศอย่างใกล้ชิด เพื่อติดตามราคาขายที่เหมาะสมสำหรับการซื้อ และการตั้งราคาจำหน่ายสินค้า ซึ่งบริษัทสามารถลดความเสี่ยงในประเด็นดังกล่าว

### ความเสี่ยงจากการไม่ได้ทำสัญญาซื้อขายระยะยาวกับลูกค้าบางรายและความเสี่ยงจากการที่ลูกค้าไม่ปฏิบัติตามสัญญา

เนื่องจากบริษัทมีการทำสัญญาซื้อขายระยะยาวกับลูกค้ารายสำคัญเท่านั้น สำหรับลูกค้าของบริษัทส่วนใหญ่ยังเป็นกลุ่มลูกค้าที่ซื้อขายสินค้ากับบริษัทเป็นครั้งเดียว (Spot) โดยไม่ได้จัดทำสัญญาซื้อขายระหว่างกันในระยะยาวเป็นลายลักษณ์อักษร แต่มีลักษณะเป็นการออกไปสั่งซื้อ (Sales Order) และจัดทำสัญญาซื้อขาย (Sales Contract) เป็นครั้งๆ ภายหลังการตกลงซื้อ - ขายกันเท่านั้น ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงในกรณีที่ลูกค้ายกเลิกการสั่งซื้อ หรือลดปริมาณการสั่งซื้ออย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ บริษัทยังมีความเสี่ยงจากการที่ลูกค้าไม่ปฏิบัติตามสัญญา หากราคาขายในตลาดมีการเปลี่ยนแปลงใดๆ ที่มีนัยสำคัญ อาจส่งผลให้เกิดเหตุการณ์ที่ลูกค้าไม่ชำระเงินเพื่อรับสินค้าตามสัญญา ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อภาระดำเนินงานของบริษัทได้ อย่างไรก็ตาม หากมีการยกเลิกการสั่งซื้อสินค้า บริษัทสามารถนำสินค้าไปจำหน่ายให้กับลูกค้ารายอื่นได้ เนื่องจากเป็นสินค้าที่ไม่ได้มีการกำหนดลักษณะโดยเฉพาะ ทำให้สินค้าทุกประเภทสามารถจำหน่ายได้ทั้งหมด

### ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายของภาครัฐบาล

เนื่องจากการดำเนินงานของบริษัทอยู่ภายใต้พระราชบัญญัติควบคุมยาง พ.ศ.2542 โดยมีกองการยาง ควบคุมดูแล ซึ่งเป็นหน่วยงานภายใต้กรมวิชาการเกษตรและกระทรวงเกษตรและสหกรณ์ ซึ่งกองการยางมีอำนาจหน้าที่ควบคุมการผลิต การค้า การส่งออก และการนำเข้ายางตามกฎหมายว่าด้วยการควบคุมยาง โดยจะควบคุมกำหนดปริมาณจัดสรรเนื้อยางให้เหมาะสมกับสถานการณ์ราคาขายเพื่อประโยชน์ในการค้าขายและส่งออกยาง และยังเป็นผู้กำหนดอัตราเงินสงเคราะห์ (Centre for Experimental Social Sciences : CESS) ที่เรียกเก็บจากผู้ส่งยางออกนอกราชอาณาจักร ที่อาจมีการเปลี่ยนแปลงอัตราการเรียกเก็บตามนโยบายรัฐ บริษัทจึงมีความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายของภาครัฐข้างต้น ไม่ว่าจะเป็นสถานการณ์ที่ยางพารามีราคาตกต่ำ และภาครัฐอาจประกาศกำหนดควบคุมปริมาณจัดสรรเนื้อยางสำหรับการส่งออกของผู้ค้าขายเพื่อให้ราคาขายสูงขึ้น หรือเมื่อภาครัฐบาลเปลี่ยนแปลงอัตราการเรียกเก็บเงินสงเคราะห์ (CESS) ซึ่งส่งผลต่อค่าใช้จ่ายในการส่งออกของบริษัท ก็อาจส่งผลกระทบต่อปริมาณการส่งออกและราคาขายสินค้าของบริษัท และมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้



### ความเสี่ยงจากภาวะการแข่งขันในอุตสาหกรรม

เนื่องจากธุรกิจผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์จากยางพารา โดยเฉพาะยางแผ่นรมควัน (Ribbed Smoked Sheet: RSS) ผลิตภัณฑ์ยางแท่ง STR20 (Standard Thai Rubber: STR) และผลิตภัณฑ์ยางผสม (Mixtures Rubber) สามารถนำไปผลิตเป็นยางล้อรถยนต์ ซึ่งเป็นส่วนประกอบสำคัญของอุตสาหกรรมยานยนต์ โดยที่ได้จากการแปรรูปยางพาราประเภทนี้ ผู้ผลิตส่วนใหญ่จะจำหน่ายให้กับอุตสาหกรรมยานยนต์เป็นหลัก ทำให้อุตสาหกรรมการผลิตผลิตภัณฑ์จากยางพาราดังกล่าวเป็นตลาดที่มีขนาดใหญ่สอดคล้องกับขนาดอุตสาหกรรมยานยนต์ จึงหลีกเลี่ยงไม่ได้ที่จะมีคู่แข่งรายใหญ่ทั้งผู้ผลิตภายในประเทศ และต่างประเทศ โดยเฉพาะประเทศในอาเซียน เช่น ประเทศอินโดนีเซีย และประเทศเวียดนามเป็นสำคัญ เนื่องจากทั้ง 3 ประเทศหลัก ซึ่งได้แก่ ประเทศไทย ประเทศอินโดนีเซียและประเทศเวียดนาม มีการผลิตยางธรรมชาติกว่าร้อยละ 70 ของการผลิตของโลก โดยประเทศไทยเป็นผู้ผลิตขนาดใหญ่ที่สุดประมาณร้อยละ 36 ประเทศอินโดนีเซียร้อยละ 26 และประเทศเวียดนามร้อยละ 9 รวมทั้งประเทศจีนที่เริ่มเข้ามามีส่วนแบ่งทางการตลาดมากขึ้นที่ร้อยละ 8 ของการผลิตทั่วโลก โดยการผลิตจากประเทศจีนเป็นการผลิตที่มีต้นทุนต่ำซึ่งจากการมีคู่แข่งจำนวนมากทั้งในและต่างประเทศ อาจส่งผลให้บริษัทถูกแย่งส่วนแบ่งการตลาดในการจำหน่ายสินค้าให้กับคู่แข่งได้ อย่างไรก็ตาม การเข้ามาของผู้ผลิตรายใหม่ไม่สามารถทำได้ง่ายนัก เนื่องจากผู้ผลิตรายใหม่จะต้องมีความพร้อมทั้งด้านเงินทุน ความเชี่ยวชาญในการดำเนินธุรกิจ รวมไปถึงบุคลากร ส่งผลให้แนวโน้มการเข้ามาแข่งขันของผู้ประกอบการรายใหม่ในตลาดค่อนข้างต่ำ

Income Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Sales	6,145	9,805	8,800	12,591	19,214
Cost of sales	-5,797	-9,117	-7,920	-11,332	-17,485
Gross profit	348	689	880	1,259	1,729
SG&A	-175	-277	-334	-579	-769
Operating profit	173	411	546	680	961
FX G/L	14	57	0	0	0
Other income	26	15	0	0	0
EBIT	213	483	546	680	961
Interest charge	-8	-10	-13	-20	-30
Tax on income	19	234	328	511	739
Earnings after tax	-8	-10	-13	-20	-30
Minority interest	10	224	314	491	709
Normalized earnings	0	0	0	0	0
Extraordinary items	183	407	519	639	902
Net profit	0	0	0	0	0

Cash Flow Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EBT	19	234	314	491	709
Change in CA	-539	-949	1,404	-1,156	-2,062
Change in CL	138	177	-1,548	846	1,666
CFO	-155	-208	171	181	313
Capital expenditure	-595	341	-52	-452	-52
Others	0	0	0	0	0
CFI	-595	341	-52	-452	-52
Free CF	-750	133	119	-271	261
Net Borrowing	907	267	3	6	6
Equity capital raised	50	0	1,200	0	0
Dividends paid	N.A	N.A	126	196	284
Others	0	0	0	0	0
CFF	751	-110	1,077	-190	-277
Net change in cash	1	24	1,196	-461	-16

Balance Sheet (Consolidated)					
(Bt mn)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Cash	1	25	1,221	760	744
Accounts receivable	674	2,297	723	1,035	1,579
Inventory	2,531	1,784	1,953	2,794	4,311
Other current assets	38	40	41	44	45
Total current assets	3,662	4,147	3,938	4,634	6,679
Collateral Deposit	4	47	48	48	48
Plant, property & equipment	877	892	942	1,392	1,442
Other assets	2	15	16	18	20
Total assets	4,545	5,101	4,944	6,091	8,189
OD frm FI	3,191	3,516	2,000	2,500	3,500
Accounts payable	270	365	434	776	1,437
ST Borrowing	1	0	0	0	0
Current Lease	6	16	19	23	28
Current maturities	106	106	0	0	0
Other current liabilities	7	10	12	12	12
Total current liabilities	3,581	4,013	2,465	3,311	4,977
Long-term debt	351	287	284	285	287
Other non-current liab.	2	84	90	95	99
Total non-current liab.	353	371	374	380	386
Total liabilities	3,934	4,384	2,839	3,691	5,363
Registered capital	470	470	770	770	770
Paid up capital	470	470	770	770	770
Share premium	0	0	900	900	900
Legal reserve	13	19	19	19	19
Retained earnings	128	228	416	711	1,136
Shareholders' equity	611	717	2,105	2,400	2,826

Important Ratios (Consolidated)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>Growth (%)</b>					
Revenue		38.4	48.1	37.1	19.1
Net profit		-96.4	81.6	33.0	41.8
Normalized earnings		-101.1	-4820.1	88.0	56.1
<b>Profitability (%)</b>					
Gross profit margin	14.0	5.7	7.0	10.0	10.0
EBIT margin	10.4	3.5	4.9	6.2	5.4
Normalized profit margin	7.2	-0.1	1.7	3.6	3.9
Net profit margin	6.5	0.2	2.3	3.6	3.9
ROA	8.5	0.3	4.6	6.3	8.9
ROE	52.6	1.8	33.8	22.3	21.8
<b>Risk (x)</b>					
D/E	5.18	6.44	6.12	1.35	1.54
Interest bearing debt / E	4.98	5.23	5.29	1.48	1.06
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	0.34	0.01	0.24	0.22	0.32
Normalized EPS	0.34	0.00	0.18	0.22	0.32
EPS FD	0.34	0.01	0.24	0.20	0.32
Book value	0.59	0.65	0.76	1.37	1.56
Dividend	N.A.	N.A.	N.A.	0.02	0.13
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	7.6	258.0	14.5	11.5	8.1
Norm P/E	7.6	258.0	10.8	12.6	8.1
P/BV	4.4	4.0	3.4	1.9	1.7
Dividend yield (%)			7.1	7.3	7.6

Source: Company data, FSS 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</p>	<p><b>สำนักงานไทยซัมมิท ทาวเวอร์</b> (สำนักงานสนับสนุน) 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา อัลมาลิงค์</b> 25 อาคารอัลมาลิงค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์</b> 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1</b> 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร</p>
<p><b>สาขา บางกระบือ</b> 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร</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</p>	<p><b>สาขา ลินธ 1</b> 130-132 อาคารลินธ ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา เคียนหვნง (ลินธ 2)</b> 140/1 อาคารเคียนหვნง 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา ลินธ 3</b> 130-132 อาคารลินธ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>
<p><b>สาขา ลาดพร้าว</b> 555 อาคารรา ทาวเวอร์ 2 ยูนิท 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา ประชาชื่น</b> 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา รังสิต</b> 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี</p>	<p><b>สาขา อัมคูลราอิม</b> 990 อาคารอัมคูลราอิมเพลส ชั้น 12 ห้อง 1210 ถ.พระราม 4 แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา รัตนาธิเบศร์</b> 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี</p>
<p><b>สาขา ศรีราชา</b> 135/99 (ตึกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชา จ.ชลบุรี</p>	<p><b>สาขา ขอนแก่น 1</b> 311/16 ชั้น 2 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p><b>สาขา ขอนแก่น 2</b> เลขที่ 26/9 หมู่ที่ 7 ชั้น 2 ถ.ศรีจันทร์ใหม่ ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p><b>สาขา ขอนแก่น 3</b> 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p><b>สาขา อุดรธานี</b> 197/29, 213/3 ถ.อุดรชัย ๓. หมากรับ อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี</p>
<p><b>สาขา เชียงใหม่ 1</b> 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่</p>	<p><b>สาขา เชียงใหม่ 2</b> 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่</p>	<p><b>สาขา เชียงใหม่ 3</b> อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหียะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่</p>	<p><b>สาขา เชียงราย</b> 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย</p>	<p><b>สาขา แม่สาย</b> 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย</p>
<p><b>สาขา นครราชสีมา</b> 1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา</p>	<p><b>สาขา สมุทรสาคร</b> 813/30 ถ.นเรศวร ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร</p>	<p><b>สาขา ภูเก็ต</b> 22/18 ถ.หลวงพ่อดัดแปลง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต</p>	<p><b>สาขา หาดใหญ่ 1</b> 200/221, 200/223 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>	<p><b>สาขา หาดใหญ่ 2</b> 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>
<p><b>สาขา หาดใหญ่ 3</b> 200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>	<p><b>สาขา ตรัง</b> 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง</p>	<p><b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b> 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี</p>	<p><b>สาขา ปัตตานี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุระมิละ อ.เมือง จ.ปัตตานี</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" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชักชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากกรนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ โดยบริษัทฯ อาจจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าวนี้ ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2017

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 และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของ บริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของ บริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)**

1 ข้อมูล CG Score ประจำปี 2560 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

2 ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

(ข้อมูล ณ วันที่ 31 กรกฎาคม 2560) มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC (Declared)
- ได้รับการรับรอง CAC (Certified)