FINANSIA
ALWAYS A STEP AHEAD

2 กรกฎาคม 2563

IPO

STGT (STGT TB)

บมจ. ศรีตรังโกลฟส์ (ประเทศไทย)

Current	Previous	IPO Price	2020 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2019
BUY	--	34	45	+ 32.4%	N/A	N/R

Consolidated earnings

ผู้ออกหลักทรัพย์	STGT
จำนวนหุ้น IPO (ล้านหุ้น)	444.78 ล้านหุ้น
มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (บาท)	1.00
ระยะการจองซื้อ	23 – 25 มิถุนายน
วันที่เริ่มทำการซื้อขาย	2 กรกฎาคม
ที่ปรึกษาทางการเงิน	Finansa
ผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย	Finansa
Sector	Personal Products & Pharmaceuticals

Consolidated earnings

(Bt mn)	2019	2020E	2021E	2022E
Normalized profit	557	3,119	2,767	2,869
Net profit	634	3,119	2,767	2,869
EPS (Bt)-Norm	0.56	2.18	1.93	2.00
EPS (Bt)	0.83	2.18	1.93	2.00
% EPS growth	-84.3	163.0	-11.5	3.4
Dividend (Bt)	0.00	0.87	0.77	0.80
BV/share (Bt)	3.05	13.63	14.79	15.99
EV/EBITDA (x)	25.4	9.9	10.0	9.1
PER (x) - Norm	60.5	15.6	17.6	17.0
PER (x)	41.0	15.6	17.6	17.0
PBV(x)	11.1	2.5	2.3	2.1
Dividend yield (%)	25.4	9.9	10.0	9.1
ROE (%)	0.0	2.6	2.3	2.4
No. of shares- full dilution	12.8	16.0	13.0	12.5
Par (Bt)	990	1,429	1,432	1,435

Source: Company data, FSS estimates

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย หุ้นสามัญของบริษัท ศรีตรังโกลฟส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

Analyst: Sureeporn Teewasuwet
Register No.: 040694
Tel.: +662 646 9972
email: Sureeporn.t@fnsyrus.com
www.fnsyrus.com

Finansia Syrus Securities
Finansia
@fnsyrus

ปีทองของ STGT ผู้ผลิตถุงมือยางรายใหญ่ของโลก

บมจ.ศรีตรังโกลฟส์ (ประเทศไทย) เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายถุงมือยางรายใหญ่อยู่ในอันดับ 1 ใน 5 ของโลก ส่วนใหญ่เป็นถุงมือยางทางการแพทย์ ที่ใช้ครั้งเดียวแล้วทิ้ง ทำให้มีความถี่ในการซื้อค่อนข้างสูง และคาดมีความต้องการใช้เพิ่มขึ้นปกติปีละ 12% โดยเฉพาะในปี 2020 ที่มีความต้องการใช้เพิ่มขึ้นอย่างมาก จากโรค COVID-19 ที่ระบาดไปทั่วโลก ซึ่งบริษัทได้ขยายกำลังการผลิตและเริ่มเข้ามาตั้งแต่เดือน มี.ค. 2020 ทำให้สามารถป้อนสินค้าเข้าสู่ตลาดได้ทันท่วงที จึงคาดปริมาณขายปีนี้จะโตมากถึง 52% Y-Y ในขณะที่ต้นทุนวัตถุดิบปรับลดลง ตามราคาน้ำมันดิบที่ปรับลงแรงในช่วงก่อนหน้า จึงคาดกำไรสุทธิปี 2020 จะโตก้าวกระโดด 392% Y-Y ทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 3.1 พันล้านบาท ถือเป็นปีทองของ STGT และประเมินราคาเป้าหมายปี 2020 เท่ากับ 45 บาท (อิง PE 21 เท่า)

ผู้ผลิตและจำหน่ายถุงมือยางรายใหญ่ของโลก

STGT ผู้ผลิตและจำหน่ายถุงมือยางรายใหญ่ที่สุดในไทย และใหญ่เป็นอันดับ 3 ของโลก ส่วนใหญ่เป็นถุงมือยางทางการแพทย์ ประกอบด้วยถุงมือยางธรรมชาติ และถุงมือยางไนไตรล์ และมีรายได้หลักจากการส่งออก 88.1% โดยที่ผ่านมาจนถึงปัจจุบัน ได้ส่งออกไปแล้วกว่า 140 ประเทศ และกระจายไปทุกทวีป ปัจจุบันมีกำลังการผลิตติดตั้งเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 3.2 หมื่นล้านชิ้น จากสิ้นปี 2019 ที่ 2.7 หมื่นล้านชิ้น โดยมีคู่แข่ง 4 ราย จาก Top5 มาจากมาเลเซียทั้งหมด เพราะมาเลเซียเป็นผู้ผลิตถุงมือยางอันดับ 1 รองมาคือไทย

จุดแข็งคือเป็นสินค้าใช้แล้วทิ้ง, ได้เปรียบด้านต้นทุน และกลุ่มลูกค้าเติบโตสูง

เราชอบลักษณะของถุงมือยางทางการแพทย์ที่เป็นสินค้าใช้ครั้งเดียวแล้วทิ้ง ทำให้มีความถี่ในการซื้อค่อนข้างสูง และมีความต้องการเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ในขณะที่บริษัทมีความได้เปรียบทั้งต้นทุนน้ำยางข้น เพราะมี Supplier หลักคือ STA ผู้ผลิตและจำหน่ายยางธรรมชาติรายใหญ่สุดของโลก และมีโรงงานตั้งใกล้กันช่วยเรื่องต้นทุนค่าขนส่ง ส่วนคู่แข่งมาเลเซียต้องนำเข้าน้ำยางข้นจากไทย จึงเผชิญทั้งค่าขนส่งที่แพงกว่า และค่า CESS (ค่าสงเคราะห์ส่งออกยางของไทย) อีกทั้งกลุ่มลูกค้าเป้าหมายของบริษัทคือกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาและด้อยพัฒนาที่มีแนวโน้มการเติบโตของความต้องการใช้ถุงมือยางสูงกว่าประเทศที่พัฒนาแล้ว

คาดกำไรปี 2020 จะโตเด่น เพราะขยายกำลังการผลิตมารองรับได้ทัน

จากความต้องการใช้ถุงมือยางที่เพิ่มขึ้นอย่างมากตั้งแต่ต้นปี 2020 จากโรค COVID-19 ที่ระบาดไปทั่วโลก ในขณะที่บริษัทได้ขยายกำลังการผลิต และเริ่มเข้ามาใน 1Q20 ทำให้บริษัทสามารถผลิตถุงมือยางป้อนเข้าตลาดได้ทันท่วงที โดยคาดปริมาณขายปีนี้โต 52% Y-Y และคาดจะเกิด Economies of Scale จากการใช้เต็มกำลังการผลิตได้ทันที และยังได้ผลบวกจากราคาวัตถุดิบทั้งน้ำยางข้น และน้ำยางสังเคราะห์ปรับลดลง ตามราคาน้ำมันดิบที่ปรับลงแรงในช่วงก่อนหน้า จึงคาดช่วยหนุน Gross Margin และ Net Margin ขยับขึ้นสู่ระดับ 22.8% และ 15.4% จาก 12% และ 5.3% ในปีก่อน ตามลำดับ และคาดกำไรสุทธิปี 2020 จะเติบโตก้าวกระโดด 392% Y-Y ทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 3.1 พันล้านบาท และยังมีแผนขยายกำลังการผลิตเพิ่มเป็น 5 หมื่นล้านชิ้นภายในปี 2024 ช่วยหนุนการเติบโตในอนาคต

ประเมินราคาเป้าหมาย STGT ปี 2020 เท่ากับ 45 บาท

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2020 ของ STGT เท่ากับ 45 บาท อิง Target PE ที่ 21 เท่า เท่ากับ Avg. 5yrs Forward PE ของผู้ผลิตถุงมือยาง 4 รายใหญ่ในมาเลเซีย ประกอบด้วย Top Glove, Hartalega, Kossan และ Supermax ถือเป็นระดับ PE ที่ค่อนข้าง Conservative

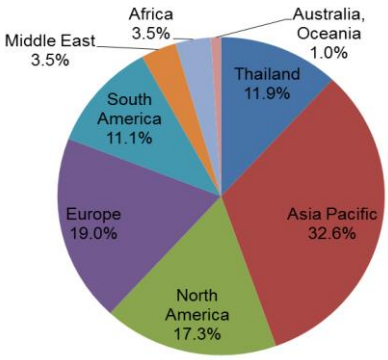
ลักษณะการประกอบธุรกิจ

STGT ผู้ผลิตถุงมือยางรายใหญ่ของโลก

บริษัทประกอบธุรกิจผลิตและจัดจำหน่ายถุงมือยางที่ใช้ในทางการแพทย์ และอุตสาหกรรมอื่น โดยมีสินค้าหลักคือ ถุงมือยางธรรมชาติชนิดมีแป้ง และชนิดไม่มีแป้ง และถุงมือยางไนไตรล์ ซึ่งมีสัดส่วนรายได้สิ้น 1Q20 เท่ากับ 36.4%, 28.3% และ 35.2% ของรายได้การขายรวม ตามลำดับ ซึ่งบริษัทถือเป็นผู้ผลิตถุงมือยางรายใหญ่ที่สุดในไทย และอยู่อันดับ 1 ใน 5 ของโลก ด้วยกำลังการผลิตติดตั้งรวมสิ้น 1Q20 ที่ 3.2 หมื่นล้านชิ้นต่อปี บริษัทมีรายได้หลักมาจากการส่งออกราว 88.1% ของรายได้รวมใน 1Q20 และอีก 11.9% เป็นการขายในประเทศ โดยมีตลาดหลักได้แก่ ไทย สหรัฐฯ ทวีปยุโรป ญี่ปุ่น เยอรมนี และจีน เป็นต้น

โครงสร้างรายได้แบ่งตามประเภทสินค้าและภูมิศาสตร์สิ้น 1Q20

Source: Company Data



Source: Company Data

รู้จักกับถุงมือยางแต่ละชนิด

สินค้าหลักของบริษัทประกอบด้วย ถุงมือยางธรรมชาติ และถุงมือยางไนไตรล์ ซึ่งมีความต่างกันที่วัตถุดิบ และขึ้นอยู่กับความต้องการของลูกค้า ส่วนวัตถุประสงค์การใช้งานคล้ายคลึงกัน แบ่งเป็น ถุงมือยางสำหรับใช้ตรวจโรคทั่วไป หรือถุงมือยางที่ใช้ทางการแพทย์ และถุงมือยางสำหรับใช้ในอุตสาหกรรม เช่น อาหาร ความงาม อิเล็กทรอนิกส์ และเกษตร เป็นต้น ซึ่งถุงมือยางที่บริษัทผลิตส่วนใหญ่เป็นถุงมือยางที่ใช้ทางการแพทย์

ถุงมือยางธรรมชาติ มีวัตถุดิบหลักคือ น้ำยางข้น และมีคุณสมบัติด้านความยืดหยุ่น ความสะดวกสบายในการสวมใส่ และการย่อยสลายโดยธรรมชาติดีกว่าถุงมือยางไนไตรล์ โดยถุงมือยางธรรมชาติที่บริษัทผลิตและจำหน่ายแบ่งได้เป็น 2 ประเภท

1) ถุงมือยางธรรมชาติชนิดมีแป้ง เป็นถุงมือยางที่มีการเคลือบแป้ง (นิยมใช้แป้งข้าวโพด) ในถุงมือเพื่อช่วยให้สวมใส่ได้ง่ายขึ้น และมีกระบวนการผลิตซับซ้อนน้อยกว่า จึงมีราคาขายถูกกว่าถุงมือยางอีก 2 ชนิด
2) ถุงมือยางธรรมชาติชนิดไม่มีแป้ง เป็นถุงมือยางที่มีการใช้เทคโนโลยีเข้ามาช่วยให้มีการเคลือบผิวสัมผัสภายในถุงมือยาง เพื่อให้สวมใส่ได้ง่ายโดยไม่ต้องใช้แป้งข้าวโพด

ถุงมือยางไนไตรล์ มีวัตถุดิบหลักคือ น้ำยางไนไตรล์บิวทาไดอีน (Nitrile Butadiene Rubber) ซึ่งเป็นน้ำยางสังเคราะห์ชนิดหนึ่ง โดยถุงมือยางไนไตรล์มีคุณสมบัติแข็งแรง ทนทานต่อการฉีกขาด เจาะทะลุ และทนทานต่อสารเคมี รวมถึงทนทานต่อการเปลี่ยนแปลงอุณหภูมิดีกว่าถุงมือยางธรรมชาติ และยังเป็นทางเลือกให้กับ ผู้ที่แพ้โปรตีนจากยางธรรมชาติ ทั้งนี้บริษัทผลิตเพียงชนิดเดียวคือ ถุงมือยางไนไตรล์ชนิดไม่มีแป้ง และด้วยคุณสมบัติที่แตกต่างกัน ทำให้ราคาขายถุงมือยางไนไตรล์โดยเฉลี่ยสูงกว่าถุงมือยางธรรมชาติ

ช่องทางการจำหน่ายหลักคือ OEM และมีแบรนด์ตนเองด้วย

บริษัทผลิตและจำหน่ายถุงมือยางในลักษณะ OEM (รับจ้างผลิตภายใต้แบรนด์ลูกค้า) และมีการขายภายใต้แบรนด์ของบริษัทและบริษัทในกลุ่ม STA ให้กับลูกค้าทั้งในและต่างประเทศ เช่น ศรีตรังโกลฟส์, SRI TRANG GLOVES, ซาโตรี่, I'm GLOVE, ฟิน, Super Care, S-Gloves, WELLGUARD, Super Gard, SRITECH, Shi-Rui-Kang และ Ventyv เป็นต้น ปัจจุบันสัดส่วนการขาย OEM และแบรนด์ตนเองสิ้น 1Q20 เท่ากับ 85.9% และ 14.1% ของรายได้รวมจากการขาย

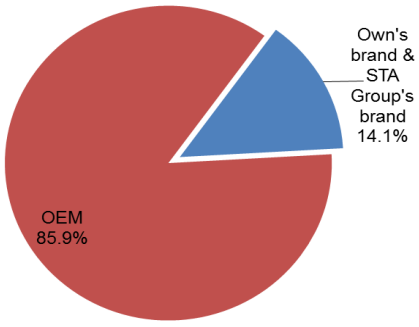
ตามลำดับ โดยการขายผ่านตัวแทนจำหน่ายจะเป็นผู้กระจายสินค้าไปยังลูกค้าในช่องทางต่างๆ เช่น โรงพยาบาล ร้านขายยาและเครื่องมือทางการแพทย คลินิก ร้านอาหาร เป็นต้น สำหรับการขายสินค้าภายใต้แบรนด์ของบริษัทและบริษัทในกลุ่ม STA เป็นการขายตรงให้กับลูกค้าในไทย จีน และสหรัฐ ผ่านทั้งร้านค้า Modern trade และช่องทาง Online รวมถึงขายตรงไปยังลูกค้า เช่น โรงพยาบาล และร้านขายยาและเครื่องมือทางการแพทย์ และคลินิก

ตัวอย่างสินค้าภายใต้แบรนด์ของบริษัทและ STA

Source: Company Data

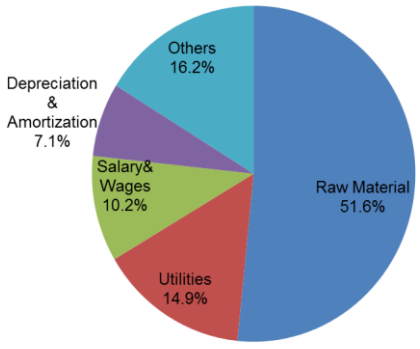
ทั้งนี้บริษัทมีการขายผ่านกลุ่ม STA สัดส่วนราว 10% ของรายได้รวม 1Q20 ซึ่งจำเป็นต้องขายผ่าน STA เพราะบริษัทยังติดข้อจำกัดด้านกฎหมาย รวมถึงงานคงค้างที่ยังไม่ได้ส่งมอบตามสัญญาประมูลงาน ที่ประมูลในนาม STA ปัจจุบันบริษัทอยู่ระหว่างขอใบอนุญาตเพื่อให้สามารถจัดจำหน่ายสินค้าในต่างประเทศบางประเทศได้ คาดว่าในระยะถัดไปสัดส่วนการขายผ่านบริษัทในกลุ่ม STA จะลดลงต่อเนื่อง โดยจะย้ายมาขายผ่านบริษัทเองทั้งหมด

สัดส่วนการขายแบรนด์ตนเองและ OEM 1Q20



Source: Company Data

โครงสร้างต้นทุนขายของบริษัท 1Q20



Source: Company Data

ต้นทุนหลักคือ วัตถุดิบ และพลังงาน

วัตถุดิบหลักที่ใช้ในการผลิตถุงมือยางธรรมชาติคือ น้ำยางข้น โดยบริษัทสั่งซื้อน้ำยางข้นจาก STA ทั้งหมด ทำให้มั่นใจได้ว่าจะมีปริมาณวัตถุดิบรองรับอย่างเพียงพอ อีกทั้งช่วยประหยัดต้นทุนค่าขนส่งและการจัดเก็บวัตถุดิบ เพราะโรงงานของบริษัทที่หาดใหญ่และสุราษฎร์ธานีอยู่ติดกับโรงงานผลิตน้ำยางข้นของ STA ในขณะที่วัตถุดิบหลักในการผลิตถุงมือยางไนไตรล์คือน้ำยางสังเคราะห์ ซึ่งนำเข้าจากต่างประเทศทั้งหมด ทั้งนี้ต้นทุนวัตถุดิบ (น้ำยางข้น น้ำยางสังเคราะห์ และยังมีสารเคมีอีกบางส่วน) คิดเป็นสัดส่วน 51.6% ของต้นทุนขาย รองมาคือ ต้นทุนพลังงานราว 14.9% ของต้นทุนขาย ประกอบด้วยต้นทุนเชื้อเพลิง ซึ่งมาจากไม้ฟืนเป็นหลัก โดยบริษัทจัดหาไม้ฟืนจากบริษัทในกลุ่ม STA ชื่อว่า บจ.อันวาร์พาราวูด ในราคาตลาดบวกกับค่าดำเนินการของบจ.อันวาร์พาราวูด นอกจากนี้ยังมีต้นทุนไฟฟ้าและน้ำที่ใช้ในกระบวนการผลิต ในขณะที่มีต้นทุนค่าแรงคิดเป็นสัดส่วนราว 10.2% ของต้นทุนขาย

กำลังการผลิตปัจจุบัน

สิ้น 1Q20 บริษัทมีโรงงานผลิตถุงมือยาง 3 แห่ง ได้แก่ โรงงานสาขาหาดใหญ่, โรงงานสาขาสุราษฎร์ธานี และโรงงานสาขาตรัง รวมทุกโรงงานมีทั้งหมด 145 สายการผลิต และมีกำลังการผลิตติดตั้งในการผลิตถุงมือยาง 32,619 ล้านชิ้นต่อปี

กำลังการผลิตของบริษัทสิ้น 1Q20

โครงการ	จำนวนสายการผลิต	กำลังการผลิตติดตั้ง (ล้านชิ้นต่อปี)	วัตถุดิบหลัก	ผลิตภัณฑ์
โรงงานสาขาหาดใหญ่ (อ.หาดใหญ่)	100	17,041	น้ำยางข้น น้ำยางสังเคราะห์	ถุงมือยางธรรมชาติชนิดมีแป้ง และไม่มีแป้ง ถุงมือยางไนไตรล์
โรงงานสาขาสุราษฎร์ธานี (อ.กาญจนดิษฐ์)	21	5,625	น้ำยางข้น น้ำยางสังเคราะห์	ถุงมือยางธรรมชาติชนิดไม่มีแป้ง ถุงมือยางไนไตรล์
โรงงานสาขาตรัง (อ.กันตัง)	24	9,953	น้ำยางข้น	ถุงมือยางธรรมชาติชนิดมีแป้ง
	145	**32,619**		

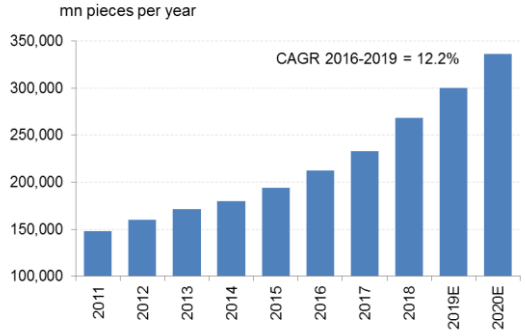
Source: Company Data

แนวโน้มอุตสาหกรรม และการแข่งขัน

คาดการณ์ความต้องการใช้ถุงมือยางโลกโตปีละ 12%

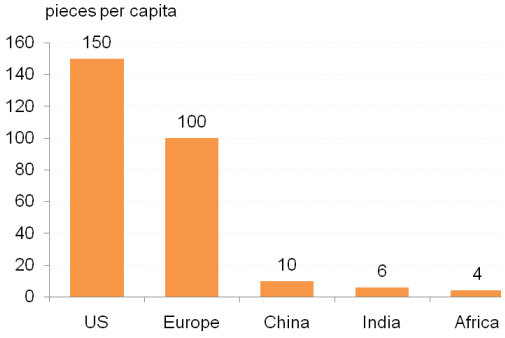
อ้างอิงข้อมูลจาก สมาคมผู้ผลิตถุงมือยางแห่งมาเลเซีย (MARGMA) พบว่าความต้องการใช้ถุงมือยางทั่วโลกมีการเติบโตเพิ่มขึ้นทุกปี โดยเฉพาะ 4 ปีที่ผ่านมามีอัตราการเติบโตเฉลี่ยสูงระดับ 12.2% CAGR จากปี 2016 ที่มีความต้องการใช้ถุงมือยางทั่วโลกเท่ากับ 2.12 แสนล้านชิ้น เพิ่มขึ้นเป็น 3 แสนล้านชิ้นในปี 2019 ทั้งนี้เราคาดการณ์ความต้องการในปี 2020 จะอยู่ที่ราว 3.36 แสนล้านชิ้น เติบโตใกล้เคียงในอดีตที่ 12% โดยมีปัจจัยหนุนจากความต้องการใช้ทางการแพทย์ที่เพิ่มขึ้น ทั้งจากโรคระบาด โรคภัยไข้เจ็บต่างๆ จำนวนประชากรผู้สูงอายุที่เพิ่มขึ้นทั่วโลก รวมถึงเติบโตตามค่าใช้จ่ายด้านการดูแลสุขภาพในแต่ละประเทศที่เพิ่มสูงขึ้น

คาดการณ์ความต้องการใช้ถุงมืองยางทั่วโลก



Source: Company Filing (MARGMA), FSS Research

ปริมาณการใช้ถุงมือยางต่อประชากร (ชิ้นต่อคน)

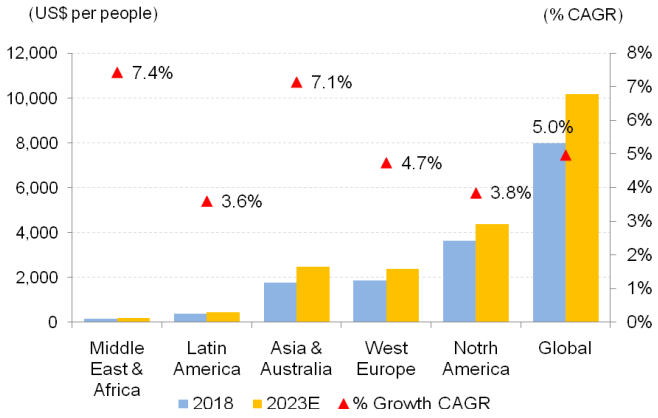


Source: Company Filing (MARGMA)

กลุ่มประเทศกำลังพัฒนามีความต้องการใช้ถุงมือยางเพิ่มขึ้นมากกว่าประเทศที่พัฒนาแล้ว

MARGMA คาดการณ์ปริมาณการใช้ถุงมือยางต่อประชากรในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วสูงกว่ากลุ่มประเทศกำลังพัฒนาอย่างมีนัยสำคัญ โดยปี 2019 ปริมาณการใช้ถุงมือยางต่อประชากรของประเทศที่พัฒนาแล้วอย่างสหรัฐฯ อยู่ที่ 150 ชิ้นต่อคน และประเทศในทวีปยุโรปอยู่ที่ 100 ชิ้นต่อคน ส่วนกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาอย่างจีน อินเดีย และแอฟริกา อยู่ที่ 10 ชิ้นต่อคน, 6 ชิ้นต่อคน และ 4 ชิ้นต่อคน ตามลำดับ สะท้อนให้เห็นว่าปริมาณการใช้ถุงมือยางต่อประชากรของกลุ่มประเทศกำลังพัฒนายังค่อนข้างต่ำ และมีศักยภาพที่จะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในอนาคต โดย The Economist คาดการณ์ค่าใช้จ่ายด้านการดูแลสุขภาพทั่วโลกในปี 2023 จะอยู่ที่ US$10,171 ล้าน เพิ่มขึ้นจาก US$7,981 ล้านในปี 2018 คิดเป็นการเติบโตเฉลี่ย 5% ต่อปี โดยกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาและด้อยพัฒนาอย่าง ตะวันออกกลาง แอฟริกา เอเชีย และออสเตรเลีย คาดมีอัตราการเติบโตของค่าใช้จ่ายด้านดูแลสุขภาพสูงที่สุดราว 7.1% - 7.4% ต่อปี เทียบกับทวีปอเมริกาเหนือที่คาดมีอัตราการโตต่ำกว่าอยู่ที่ 3.8% ต่อปี

คาดการณ์การเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายด้านสุขภาพต่อคนในภูมิภาคต่าง ๆปี 2018 - 2023

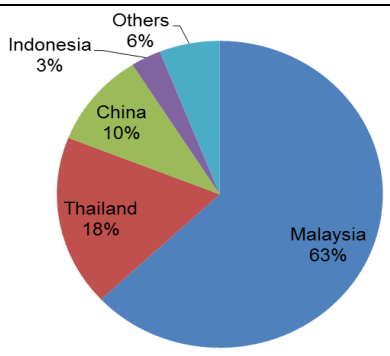


Source: Company Filing (The Economist Intelligence Unit)

คาดปริมาณผลผลิตถุงมือยางของโลกจะเพิ่มขึ้นในอัตราใกล้เคียงกับความต้องการใช้

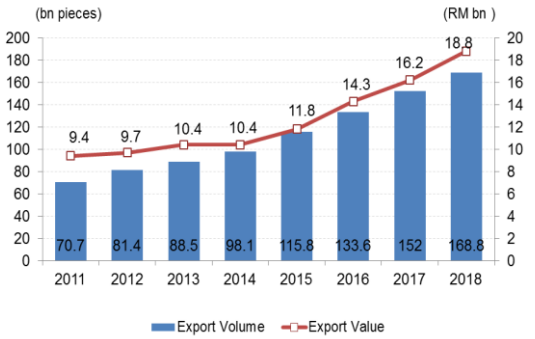
ประเทศที่มีการส่งออกถุงมือยางมากที่สุดคือ มาเลเซีย ไทย อินโดนีเซีย และจีน รวม 4 ประเทศมีส่วนแบ่งทางการตลาดสูงถึง 94% จะเห็นว่ากระจุกอยู่ในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้และจีน เพราะเป็นแหล่งเพาะปลูกยางพาราที่สำคัญของโลก ทั้งนี้มาเลเซียถือเป็นประเทศที่มีส่วนแบ่งการตลาดมากที่สุด และมีปริมาณการส่งออกในช่วงปี 2011 – 2018 เติบโตเฉลี่ย 12.4% CAGR ถือเป็นการเติบโตใกล้เคียงกับความต้องการใช้ถุงมือยางของโลก หากพิจารณาปริมาณการส่งออกถุงมือยางของไทยในช่วงเวลา 2011 - 2019 พบว่ามีอัตราการเติบโตต่ำกว่าอยู่ที่ 5.4% CAGR สืบเนื่องมาจากผู้ส่งออกรายใหญ่อันดับ 1 ของไทยอย่าง STGT ไม่มีการขยายกำลังการผลิตอย่างมีนัยสำคัญในช่วงก่อนหน้าปี 2017 แต่เมื่อบริษัทปรับโครงสร้างแล้วเสร็จและกลับมาขยายกำลังการผลิต ทำให้ปริมาณการส่งออกถุงมือยางในช่วงปี 2017 – 2019 เติบโตได้มากขึ้นเฉลี่ยที่ 7.1% CAGR และเชื่อว่าในระยะถัดไปจะมีอัตราการเติบโตของปริมาณส่งออกสูงขึ้นเป็นตัวเลขที่ใกล้เคียงความต้องการใช้ ภายหลังบริษัทขยายกำลังการผลิตส่วนใหม่แล้วเสร็จ

ส่วนแบ่งการตลาดของผู้ผลิตถุงมือยางปี 2019



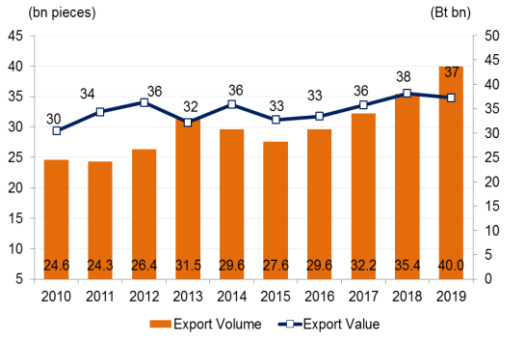
Source: Company Data

ปริมาณและมูลค่าส่งออกถุงมือยางของมาเลเซีย



Source: MREPC

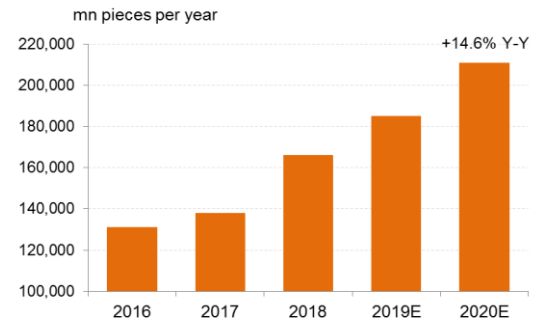
ปริมาณและมูลค่าส่งออกถุงมือยางของไทย

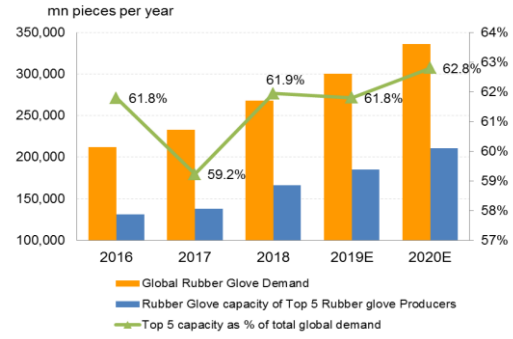


Source: MOC.go.th

ทั้งนี้หากพิจารณาตัวเลขกำลังการผลิตของผู้ผลิตถุงมือยาง 5 อันดับแรกของโลก ซึ่งอยู่ในมาเลเซียและไทย ประกอบด้วย Top Glove, Hartalega, Kossan, Supermax และ STGT ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนราว 61.8% ของปริมาณความต้องการใช้ถุงมือยางของโลกในปี 2019 โดยทั้ง 5 บริษัทมีแผนขยายกำลังการผลิตเพิ่มขึ้นในปี 2020 อีกราว 14.6% Y-Y ใกล้เคียงกับการเติบโตของความต้องการใช้ถุงมือยาง

คาดการณ์ปริมาณผลผลิตถุงมือยางของผู้ผลิต 5 รายใหญ่ของโลก และเทียบเป็น %ความต้องการใช้





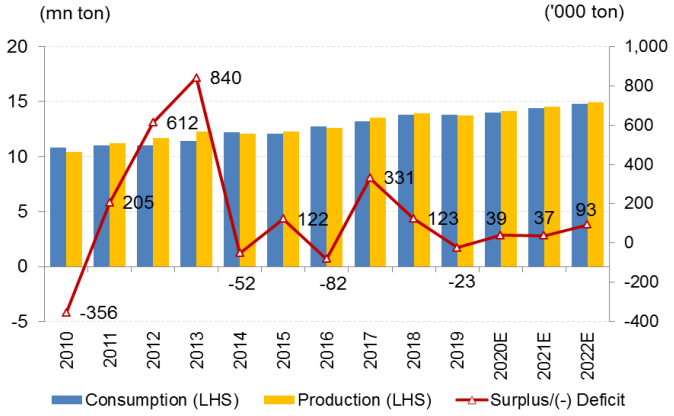
Source: Company Filing (MARGMA)

แนวโน้มราคาน้ำยางข้นจะอ่อนตัวลงในปีนี้

ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำยางข้น ซึ่งถือเป็นต้นทุนหลักของบริษัทนั้น มีหลายปัจจัย ได้แก่

1) <u>Demand-Supply ของยางธรรมชาติ</u> เพราะน้ำยางข้นเป็นผลิตภัณฑ์แปรรูปจากน้ำยางธรรมชาติ ซึ่งถือเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ชนิดหนึ่ง ทั้งนี้ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมาพบว่าปริมาณผลผลิตและปริมาณความต้องการใช้ยางธรรมชาติของโลกไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงรวดเร็วนัก โดยมีอัตราการเติบโตในช่วงปี 2010 – 2019 เฉลี่ยปีละ 3.1% และ 2.8% CAGR สำหรับปริมาณผลผลิตและปริมาณความต้องการใช้ ตามลำดับ และมีการคาดการณ์จะโตต่อเนื่องในอีก 3 ปีข้างหน้า (2020 - 2022) เฉลี่ยปีละ 2.8% ทำให้ยางธรรมชาติอยู่ในภาวะสมดุล โดยคาดมีผลผลิตส่วนเกินเพียงเล็กน้อยไม่ถึง 1 แสนตัน

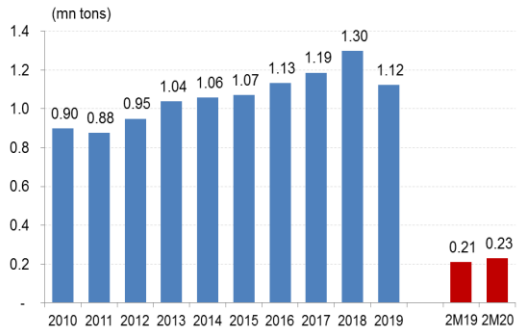
คาดการณ์ปริมาณผลผลิตและความต้องการใช้ยางธรรมชาติของโลก



Source: STA's Presentation (IRSG)

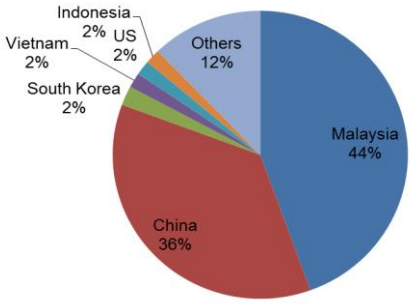
2) <u>Demand – Supply ของปริมาณน้ำยางข้น</u> ปริมาณการส่งออกน้ำยางข้นทั่วโลกเพิ่มขึ้นจาก 1.36 ล้านตันในปี 2014 เป็น 1.73 ล้านตัน ในปี 2018 คิดเป็นอัตราการเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 6.3% CAGR ส่วนไทย ซึ่งเป็นผู้ส่งผลิตและส่งออกน้ำยางข้นรายใหญ่สุดในโลก มีปริมาณการส่งออกน้ำยางข้นในปี 2014 – 2018 เติบโตในอัตราที่สูงกว่าอยู่ที่ 5.3% CAGR จาก 1.06 ล้านตันในปี 2014 เพิ่มขึ้นเป็น 1.3 ล้านตันในปี 2018 และมีมูลค่าการส่งออกน้ำยางข้นปี 2018 เท่ากับ US$1,344 ล้าน หรือราว 72.6% ของมูลค่าการส่งออกน้ำยางข้นทั่วโลก ส่วนใหญ่เป็นการส่งออกน้ำยางข้นไปมาเลเซีย และจีน คิดเป็นสัดส่วนราว 44% และ 36% ของมูลค่าส่งออกน้ำยางข้นของไทย ตามลำดับ และจากคาดการณ์ปริมาณผลผลิตยางธรรมชาติในอีก 3 ปีข้างหน้าจะเติบโตเฉลี่ย 2.8% CAGR จึงคาดปริมาณผลผลิตน้ำยางข้นน่าจะโตในอัตราใกล้เคียงกัน ไม่น่ามีปัญหาฝั่ง Supply แต่อย่างใด ในขณะที่ฝั่ง Demand ปัจจัยหนุนมาจากความต้องการใช้น้ำยางข้นที่เพิ่มขึ้น จากทั้ง ไทย มาเลเซีย และจีน ซึ่งความต้องการใช้น้ำยางข้นที่สูงขึ้นมาจากการเติบโตของผลิตภัณฑ์ยางขั้นปลาย เช่น ถุงมือยาง ถุงยางอนามัย ลูกโป่ง กาว เป็นต้น ทั้งนี้ ในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมา 2M20 ไทยมีการส่งออกน้ำยางข้นเพิ่มขึ้นในอัตราสูงราว 8.3% Y-Y โดยมาจากความต้องการนำไปใช้ผลิตถุงมือยางเป็นหลัก

ปริมาณการส่งออกน้ำยางข้นของไทย



Source: MOC.go.th

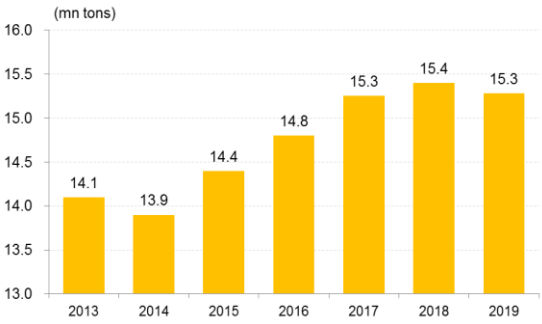
ตลาดส่งออกน้ำยางข้นของไทยปี 2019



Source: MOC.go.th

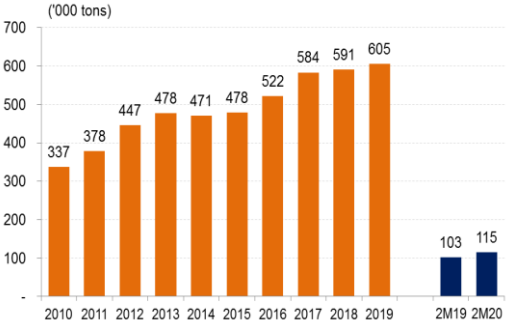
3) <u>Demand – Supply ของปริมาณน้ำยางสังเคราะห์</u> ความต้องการใช้ยางสังเคราะห์มักแปรผันตามการเติบโตของผลิตภัณฑ์ยางขั้นปลายน้ำ เช่น การใช้ยางสังเคราะห์ในอุตสาหกรรมยางรถยนต์ การผลิตเครื่องมือแพทย์ และการผลิตสายพานในเครื่องจักร ซึ่งน้ำยางสังเคราะห์ถือเป็นวัตถุดิบทดแทนน้ำยางธรรมชาติในการผลิตผลิตภัณฑ์ปลายน้ำ เช่น ถุงมือยางไนไตรล์ที่สามารถใช้น้ำยางสังเคราะห์ในการผลิตแทนถุงมือยางธรรมชาติได้ ดังนั้นเมื่อความต้องการใช้น้ำยางสังเคราะห์เพิ่มสูงขึ้น อาจผลักดันให้ราคาน้ำยางสังเคราะห์ปรับตัวสูงขึ้น และอาจกระทบทางอ้อมต่ออัตราการเติบโตเฉลี่ย 1.3% CAGR ทั้งนี้ไทยถือเป็นผู้นำเข้าน้ำยางสังเคราะห์สุทธิ และในช่วง 7 ปีที่ผ่านมา มีการนำเข้าน้ำยางสังเคราะห์เพิ่มขึ้นในอัตรา 4% CAGR มาอยู่ที่ราว 6 แสนตันในปี 2019 และล่าสุดช่วง 2M20 ไทยมีการนำเข้าน้ำยางสังเคราะห์เพิ่มขึ้นถึง 12.4% Y-Y

ปริมาณการใช้ยางสังเคราะห์ทั่วโลก



Source: Company Filing (IRSG)

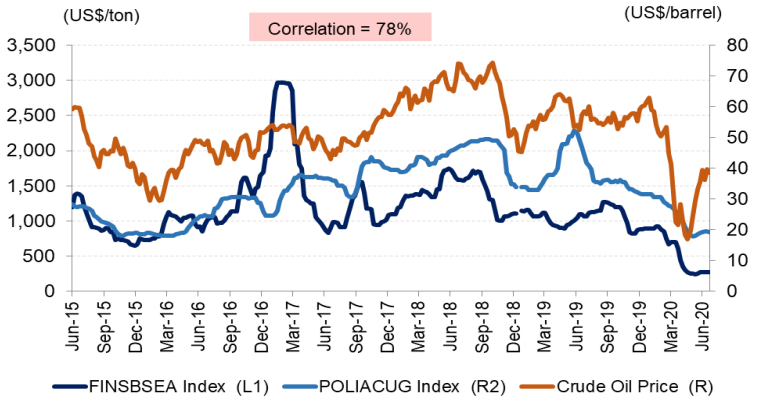
ปริมาณนำเข้าน้ำยางสังเคราะห์ของไทย



Source: Moc.go.th

4) <u>ราคาน้ำมันดิบ</u> เนื่องจากน้ำยางสังเคราะห์ได้จากปฏิกิริยาเคมีในกระบวนการทางอุตสาหกรรม โดยมีสารตั้งต้นสำคัญคือ บิวทาไดอีน (Butadiene) เป็นผลผลิตที่ได้จากกระบวนการกลั่นน้ำมันดิบ หรือกระบวนการแยกก๊าซธรรมชาติ ทำให้ราคาน้ำยางสังเคราะห์มีความผันแปรไปในทิศทางเดียวกับราคาน้ำมันดิบ โดยมีความสัมพันธ์สูงราว 78% ทั้งนี้นับตั้งแต่ต้นปี 2020 จนถึง 15 พ.ค. 2020 ราคาน้ำมันดิบได้ปรับลดลงอย่างต่อเนื่อง -60% YTD ส่งผลให้ราคาน้ำยางสังเคราะห์ปรับลดลงตามไปด้วย โดยดัชนีราคายางบิวทาไดอีนของประเทศในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (FINSBSEA Index) ปรับลง -71.5% YTD ส่วนดัชนีราคายางอะคริโลไนไตรล์ (POLIACUG Index) ปรับลงราว -43.7% YTD *(หมายเหตุ น้ำยางสังเคราะห์ มีส่วนผสมหลักมาจากยางบิวทาไดอีน และยางอะคริโลไนไตรล์)*

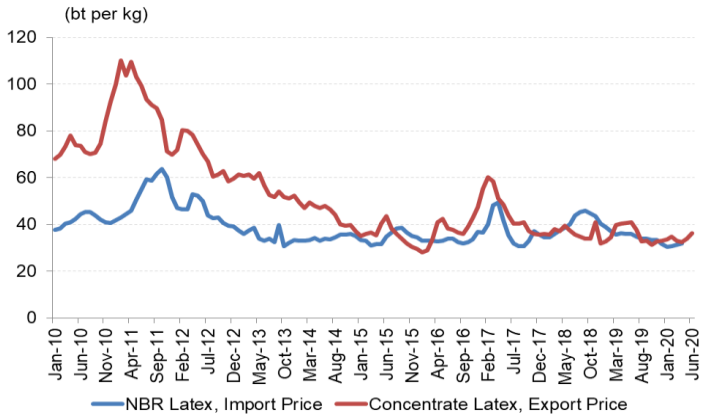
ความสัมพันธ์ระหว่างราคาน้ำยางสังเคราะห์กับราคาน้ำมันดิบ



Source: Bloomberg, FSS Research

<u>สรุป</u> แนวโน้มราคาน้ำยางข้นในปี 2020 น่าจะอ่อนตัวลงเมื่อเทียบกับปีก่อน โดยราคาน้ำยางข้นส่งออกเฉลี่ย 2020YTD เท่ากับ 33.4 บาท/กก. (-6.6% Y-Y) ส่วนราคาน้ำยางสังเคราะห์นำเข้าเฉลี่ยเท่ากับ 30.42 บาท/กก. (-13.3% Y-Y) ปัจจัยหลักมาจากราคาน้ำมันดิบที่ปรับลดลงค่อนข้างมากในปัจจุบัน แต่จะเห็นว่าการปรับลงของราคาน้ำยางข้นและน้ำยางสังเคราะห์ยังต่ำกว่า เพราะ Demand ที่แข็งแกร่ง โดยเฉพาะจากความต้องการใช้ผลิตถุงมือยางที่เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม ด้วยแนวโน้มราคาน้ำยางที่ลดลงจากปีก่อน ถือเป็นบวกต่อต้นทุนของบริษัท

ราคาน้ำยางข้นส่งออก และราคาน้ำยางสังเคราะห์นำเข้าของไทย

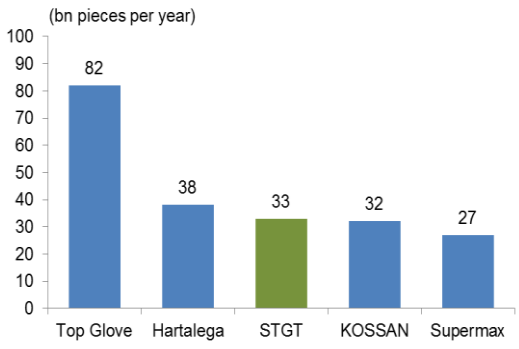


Source: Rubber Authority of Thailand, Rubber Intelligence Unit, FSS Research

รู้จักกับคู่แข่งในธุรกิจถุงมือยาง

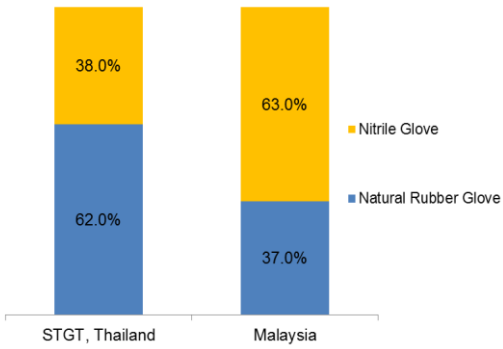
ประเทศไทยถือเป็นผู้ผลิตถุงมือยางมากเป็นอันดับ 2 ของโลกด้วยส่วนแบ่งการตลาดปี 2019 ราว 18% ของปริมาณถุงมือยางทั่วโลก รองจากมาเลเซีย ซึ่งเป็นอันดับ 1 ที่สัดส่วนราว 63% ของปริมาณถุงมือยางทั่วโลก โดยเมื่อพิจารณาผู้ประกอบการ 5 รายใหญ่ของโลก พบว่า 4 บริษัทอยู่ในมาเลเซีย ส่วน STGT ซึ่งเป็นผู้ประกอบการอันดับ 1 ของไทย จัดเป็นผู้ประกอบการรายใหญ่อันดับ 3 ของโลก รองจาก Top Glove และ Hartalega ส่วนอันดับ 4-5 คือ Kossan และ Supermax ตามลำดับ

ประมาณการกำลังการผลิตของผู้ผลิต 5 รายปี 2020



Source: Company Data

Product Mix ของผู้ผลิตไทยและมาเลเซียปี 2019

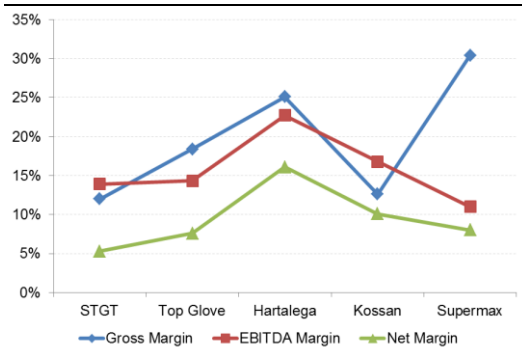


Source: Company Data, FSS Research

ทั้งนี้ผู้ผลิตถุงมือยางในมาเลเซียส่วนใหญ่จะเน้นไปที่การผลิตและจำหน่ายถุงมือยางไนไตรล์คิดเป็นสัดส่วนราว 63% ของรายได้จากการขายถุงมือยางทั้งประเทศ ส่วนอีก 37% มาจากรายได้ขายถุงมือยางธรรมชาติ ซึ่งต่างจากบริษัทที่เน้นการผลิตถุงมือยางธรรมชาติเป็นหลัก โดยมีสัดส่วนราว 62% ของรายได้ทั้งหมด ในขณะที่มีรายได้จากถุงมือยางไนไตรล์ที่ 38% ของรายได้รวม โดย Hatalega (อันดับ 2 ของโลก) มีสัดส่วนรายได้จากถุงมือไนไตรล์สูงที่สุดราว 90% ของรายได้รวม รองมาคือ Kossan และ Supermax มีสัดส่วนรายได้ถุงมือไนไตรล์ราว 70% ของรายได้รวม ทำให้ทั้ง 3 รายมีการแข่งขันโดยตรงกับ STGT น้อยกว่า เมื่อเทียบกับ Top Glove ที่มีสัดส่วนรายได้มาจากถุงมือยางธรรมชาติราว 46% ของรายได้รวม และถุงมือไนไตรล์สัดส่วนน้อยกว่าที่ 42% ของรายได้รวม และอีก 12% มาจากถุงมือประเภทอื่นๆ

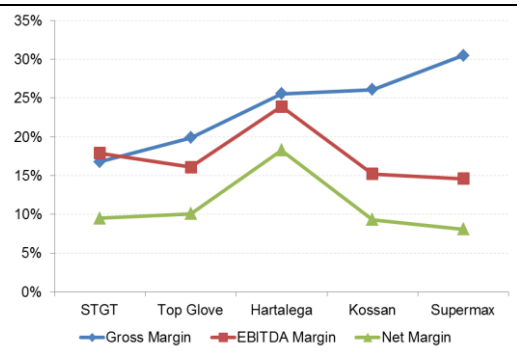
เมื่อพิจารณาในแง่ความสามารถทำกำไรพบว่า STGT มีอัตรากำไรโดยภาพรวมต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของคู่แข่งเล็กน้อย ทั้งนี้ในส่วนของ Gross Margin เปรียบเทียบได้ยาก เพราะการบันทึกต้นทุนบางรายการแตกต่างกัน แต่หากพิจารณาในส่วนของ EBITDA Margin และ Net Margin ถือว่าค่อนข้างใกล้เคียงกัน ภายใต้ภาวะการณ์ปกติ ดังเช่นปี 2018 STGT มี EBITDA Margin และ Net Margin อยู่ที่ 17.9% และ 9.5% ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของคู่แข่งที่ 17.5% และ 11% ตามลำดับ (ส่วนปี 2019 บริษัทเผชิญค่าเงินบาท/USD แข็งค่าเมื่อเทียบกับคู่แข่งที่ค่าเงินอ่อนค่า ทำให้อัตรากำไรโดยรวมต่ำกว่า) ทั้งนี้ Hartalega มีอัตรากำไรสูงกว่าค่าเฉลี่ยของคู่แข่ง เพราะมีรายได้จากถุงมือยางไนไตรล์มากสุด ซึ่งมีราคาโดยเฉลี่ยสูงกว่าถุงมือยางธรรมชาติ และได้เน้นสินค้าที่มี Value Added มากกว่า Kossan และ Supermax ที่มีรายได้ถุงมือยางไนไตรล์สูงเหมือนกัน แต่ทั้ง 2 บริษัทมี EBITDA Margin และ Net Margin ต่ำกว่า STGT เล็กน้อย ในขณะที่ Top Glove มี EBITDA Margin และ Net Margin ใกล้เคียงกับ STGT อยู่ที่ 16.1% และ 10.1% ตามลำดับ เราจึงมองว่า STGT มีความคล้ายคลึงกับ Top Glove มากที่สุดทั้งในแง่โครงสร้างสินค้า, ฐานลูกค้า และความสามารถในการทำกำไร

อัตราการทำกำไรของผู้ผลิตทั้ง 5 รายปี 2019



Source: Company Data, FSS Research

อัตราการทำกำไรของผู้ผลิตทั้ง 5 รายปี 2018



Source: Company Data, FSS Research

ผลการดำเนินงานในอดีต

สรุปเหตุการณ์สำคัญในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา

1.) ปี 2017 STA ได้แยกกิจการกับ Semperit โดยเข้าซื้อหุ้น บจ.สยามเซมเพอร์เมด ที่ถือโดย Semperit ทั้งหมด และเปลี่ยนชื่อเป็น บจ.ศรีตรังโกลฟส์ (ประเทศไทย) หรือ STGT พร้อมกับขายเงินลงทุนทั้งหมดใน Shanghai Sempermed

Gloves Sales Co.,Ltd และ Sempermed USA, Inc ในสัดส่วน 100% และ 50% ตามลำดับ ให้กับ Semperit ทำให้ในปี 2017 บริษัทมีรายได้จากการขายเงินลงทุนดังกล่าว 416 ล้านบาท และมีค่าใช้จ่ายเพื่อระงับข้อพิพาทจากการแยกธุรกิจ 532 ล้านบาท

2.) ก.พ. 2018 เกิดเหตุไฟไหม้ที่โรงงานสาขาตรัง ในส่วนของโกดังสินค้า และได้หยุดการดำเนินสายการผลิตรวม 6 เดือน โดยกลับมาเดินสายการผลิตอีกครั้ง พ.ค. 2018 ทั้งนี้มูลค่าความเสียหายต่อสินทรัพย์จากเหตุไฟไหม้ครั้งนี้อยู่ที่ราว 680 ล้านบาท และความเสียหายจากการหยุดชะงักทางธุรกิจ 254 ล้านบาท โดยบริษัทได้รับเงินเคลมประกันทั้งหมดครบถ้วนในปี 2019 แล้ว

3.) ส.ค. 2018 ได้มีการควบบริษัทระหว่าง STGT และบมจ.ไทยกอง (TK) ซึ่งเป็นผู้ผลิตถุงมือยางรายใหญ่อันดับ 2 ของไทยรองจาก STGT และในปี 2019 ได้มีการเข้าซื้อเงินลงทุนในบริษัท SDME และ STU จาก STA และบริษัทย่อยของ STA ซึ่งทั้ง 2 บริษัท เป็นผู้จัดจำหน่ายถุงมือยางในจีนและสหรัฐฯ ตามลำดับ

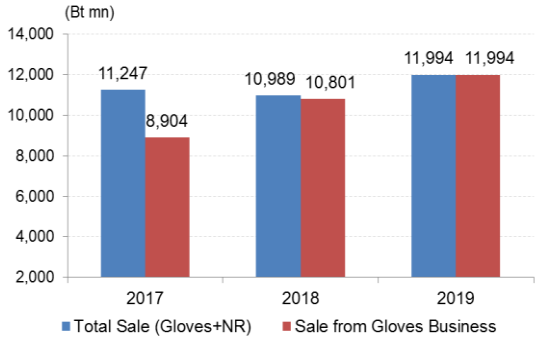
4.) จึงได้มีการรวมงบการเงินเพื่อให้สะท้อนผลการดำเนินงานในอดีตอย่างแท้จริง โดยจัดทำงบการเงินเสมือนรวม STU ตั้งแต่ 1 ม.ค. 2017, SDME ตั้งแต่ 30 มี.ค. 2017 และ TK ตั้งแต่ 16 ส.ค. 2018

แม้กำไรในอดีตจะผันผวน แต่ปริมาณขายถุงมือยางเพิ่มขึ้นโดดเด่น

บริษัทมีกำไรสุทธิปี 2017 - 2019 ค่อนข้างผันผวนเท่ากับ 300 ล้านบาทในปี 2017 และเพิ่มขึ้นเป็น 1,053 ล้านบาท ในปี 2018 และลดลงมาอยู่ที่ 634 ล้านบาทในปี 2019 ทั้งนี้หากไม่รวมรายการพิเศษส่วนใหญ่เกิดจากการแยกธุรกิจระหว่าง STA และ Semperit รวมถึงรายการพิเศษที่เกิดจากเหตุไฟไหม้โรงงานสาขาตรัง จะมีกำไรปกติในปี 2017 - 2019 เท่ากับ 424 ล้านบาท, 1,048 ล้านบาท (+147% Y-Y) และ 557 ล้านบาท (-46.8% Y-Y) ตามลำดับ

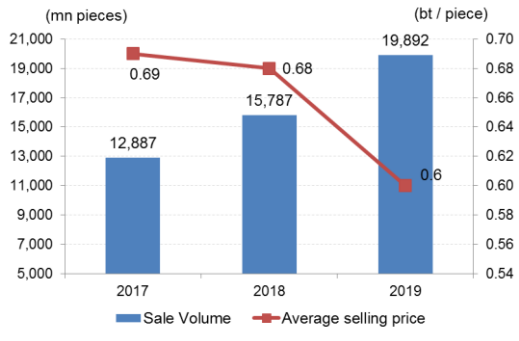
บริษัทมีรายได้รวมในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (2017 - 2019) โตเฉลี่ย 3.3% CAGR ทั้งนี้ในปี 2017 - 2018 บริษัทยังมีรายได้จากการขายยางธรรมชาติผ่าน STU เท่ากับ 2,343 ล้านบาท (คิดเป็น 20.8% ของรายได้รวมในปี 2017) และลดลงมาอยู่ที่ 187 ล้านบาท ในปี 2018 (คิดเป็น 1.7% ของรายได้รวมปี 2018) ทั้งนี้ STU ได้หยุดขายยางธรรมชาติ และเน้นจำหน่ายถุงมือยางเท่านั้น ตั้งแต่ 3Q18 เป็นต้นมา ดังนั้นหากไม่รวมรายได้ขายยางธรรมชาติดังกล่าว พบว่ารายได้จากการจำหน่ายถุงมือยางในปี 2017 - 2019 เติบโตในอัตราที่ดีเฉลี่ย 16.1% CAGR มาจากปริมาณการขายเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง 24.2% CAGR จาก 12,887 ล้านชิ้นในปี 2017 เพิ่มขึ้นเป็น 19,892 ล้านชิ้นในปี 2019 ซึ่งสามารถชดเชยการอ่อนตัวลงของราคาขายในอัตราเฉลี่ย 6.7% CAGR ได้ทั้งหมด

รายได้รวมและรายได้ถุงมือยาง 2017-2019



Source: Company Data

ปริมาณขายถุงมือยาง และราคาขายเฉลี่ย 2017-2019



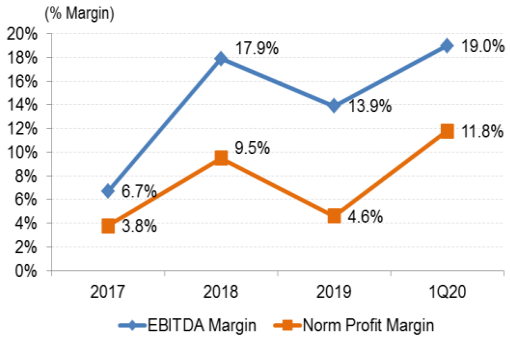
Source: Company Data

และเมื่อพิจารณา Gross Margin ของธุรกิจถุงมือยางในปี 2017 - 2019 พบว่าอยู่ที่ระดับ 8.3%, 16.8% และ 12% ตามลำดับ โดยในปี 2018 อัตรากำไรปรับตัวสูงขึ้นจากการขยายกำลังการผลิตถุงมือยาง และได้ประโยชน์จาก Economies of Scale รวมถึงต้นทุนน้ำยางข้นปรับตัวลดลงถึง 29.3% Y-Y ส่วนอัตรากำไรที่อ่อนตัวลงในปี 2019 เป็นผลจากค่าเงินบาทแข็งค่าเทียบกับ USD ในขณะที่ค่าเงินริงกิตมาเลเซียอ่อนค่าเมื่อเทียบกับ USD ส่งผลลบต่อความสามารถในการแข่งขัน ทำให้บริษัทจำเป็นต้องปรับลดราคาขายเฉลี่ย -11.8% Y-Y เพื่อให้สามารถแข่งขันกับคู่แข่งในมาเลเซียได้

อัตรากำไรขั้นต้นถุงมือยาง และอัตราแลกเปลี่ยน

Source: Company Data

อัตรากำไรดำเนินงานและอัตรากำไรปกติ



Source: Company Data

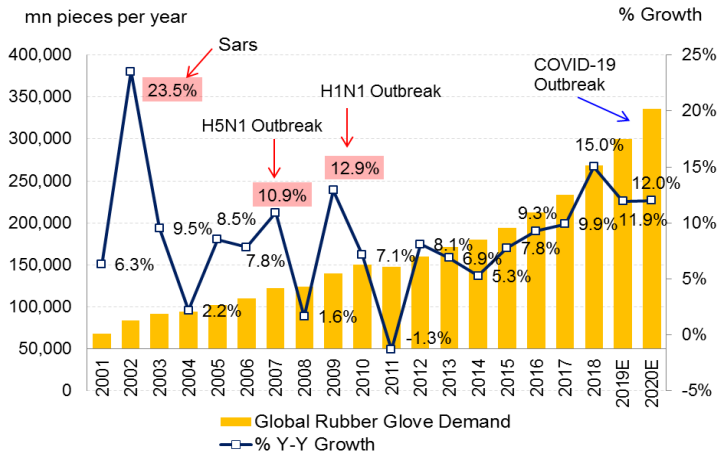
สำหรับค่าใช้จ่ายในปี 2018 - 2019 ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากปี 2017 (ไม่รวมค่าใช้จ่ายจากการแยกธุรกิจ) มาจากค่าใช้จ่ายพนักงานที่สูงขึ้นจากการรับโอนพนักงานจากกลุ่ม STA, ค่าใช้จ่ายขนส่งและพนักงานที่เพิ่มขึ้นจากการรวม SDME และ STU ทำให้สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ขยับขึ้นจาก 4.5% ในปี 2017 มาอยู่ที่ 5.1% และ 6% ในปี 2018 – 2019 ตามลำดับ เช่นเดียวกับภาระดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับขึ้นจาก 38 ล้านบาทในปี 2017 มาอยู่ที่ 162 ล้านบาท และ 194 ล้านบาท ในปี 2018 – 2019 ตามลำดับ จากการกู้ยืมเพิ่มขึ้นเพื่อใช้ปรับโครงสร้างภายหลังการแยกกิจการ, การรวม TK ในปี 2018 และเพื่อใช้ขยายกำลังการผลิตในปี 2019 ทั้งนี้บริษัทได้รับการสนับสนุนจากภาครัฐ ซึ่งมีนโยบายสนับสนุนสินเชื่อผู้ประกอบการผลิตผลิตภัณฑ์ยาง วงเงิน 1.5 หมื่นล้านบาท เพื่อใช้ในการขยายกำลังการผลิต ครอบคลุมทั้งที่ดิน อาคาร และเครื่องจักรให้แก่ผู้ประกอบการแปรรูปผลิตภัณฑ์ยางขั้นปลายน้ำ โดยรัฐบาลจะชดเชยดอกเบี้ยให้กับผู้ประกอบการในอัตรา 3% ต่อปี ตลอดระยะเวลา 10 ปี ซึ่งบริษัทเริ่มได้รับเงินชดเชยดังกล่าวในงบปี 2019 ราว 46 ล้านบาท (รับรู้อยู่ในรายได้อื่น) คิดเป็น 24% ของภาระดอกเบี้ยจ่าย ถือเป็นการช่วยบรรเทาภาระดอกเบี้ยจ่ายให้กับบริษัทได้อีกทางหนึ่ง

ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

คาด COVID-19 ช่วยหนุนความต้องการใช้ถุงมือยางโตสูง

นับตั้งแต่ต้นปี 2020 ได้เกิดโรคระบาดร้ายแรง COVID-19 แพร่กระจายไปทั่วโลก ทำให้ความต้องการใช้ถุงมือยางทางการแพทย์เร่งตัวขึ้นอย่างก้าวกระโดด เมื่อพิจารณาช่วงที่เกิดโรคระบาดในอดีตเช่น SARS ปี 2002 - 2003 พบว่าความต้องการใช้ถุงมือยางเพิ่มขึ้นถึง 23.5% Y-Y, H5N1 หรือโรคไข้หวัดนกในช่วงปี 2007 ทำให้ความต้องการใช้ถุงมือยางเพิ่มขึ้น 10.9% Y-Y และถัดมาในช่วงปี 2008-2009 ที่เกิดโรค H1N1 หรือไข้หวัด 2009 หนุนให้ความต้องการใช้ถุงมือยางเพิ่มขึ้น 12.9% Y-Y ทั้งนี้มีความเป็นไปได้ที่ความต้องการใช้ถุงมือยางในปีนี้จะเติบโตมากกว่า 12% Y-Y ล่าสุดในช่วง 2 เดือนแรกของปีนี้ (ม.ค. – ก.พ. 2020) ปริมาณการส่งออกถุงมือยางของไทยเติบโตเร่งตัวขึ้น +11.8% Y-Y มาอยู่ที่ 6,797 ล้านชิ้น จาก 6,077 ล้านชิ้นใน 2M19

ปริมาณความต้องการใช้ถุงมือยางในช่วงที่มีโรคระบาด

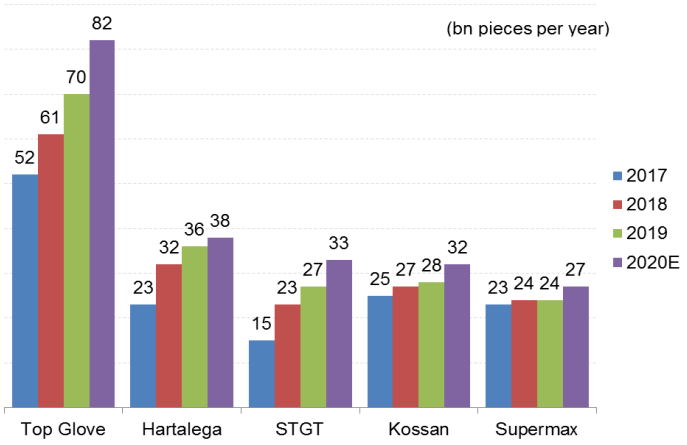


Source: Company Data, FSS Research

STGT ขยายกำลังการผลิตได้ถูกเวลา ขยับขึ้นเป็นอันดับ 3 ของโลก

เรามองว่าการขยายกำลังการผลิตของ STGT ในช่วงปี 2017 – 2020 ที่เพิ่มขึ้นราว +31% ต่อปี ถือว่าถูกจังหวะเวลาเป็นอย่างมาก เพราะทำให้บริษัทมีกำลังการผลิตเพิ่มขึ้นเพื่อรองรับความต้องการถุงมือยางที่เร่งตัวขึ้นจากปัญหา COVID-19 ได้ทันเวลา โดยกำลังการผลิตใหม่ของ STGT เข้ามาเต็มที่ตั้งแต่ 1Q20 เป็นต้นมา เช่นเดียวกับคู่แข่งอย่าง Top Glove และ Hartalega ที่มีการขยายกำลังการผลิตเพิ่มในช่วงเวลาเดียวกัน +15.4% และ +19.1% ตามลำดับ ในขณะที่คู่แข่งรายที่ 4 และ 5 คือ Kossan และ Supermax มีอัตราการขยายกำลังการผลิตที่ต่ำกว่าเพิ่มขึ้นเพียง +8.7% และ +5.6% CAGR ตามลำดับ ทำให้ STGT ขยับแซงขึ้นมาเป็นผู้ผลิตรายใหญ่อันดับ 3 ของโลก

การขยายกำลังการผลิตของผู้ผลิต 5 รายใหญ่



Source: Company Data

มีแผนขยายกำลังการผลิตต่อเนื่อง

ในช่วงปี 2019 ที่ผ่านมา บริษัทได้มีการขยายกำลังการผลิตที่โรงงานหาดใหญ่ และตรังเพิ่มขึ้น ซึ่งได้เริ่มรับรู้กำลังการผลิตใหม่ตั้งแต่ 1Q20 เป็นต้นมา โดยมีรายละเอียดดังนี้ 1) โรงงานแห่งใหม่ที่หาดใหญ่ เพิ่มกำลังการผลิตอีก 20% หรือ 3,629 ล้านชิ้นต่อปี โดยโรงงานนี้ใช้ระบบอัตโนมัติ Automation อย่างเต็มรูปแบบ 2) โรงงานแห่งใหม่ที่ตรัง ช่วยเพิ่มกำลังการผลิตอีก 45% หรือ 5,599 ล้านชิ้นต่อปี และอยู่ระหว่างพัฒนาเทคโนโลยีโรงงานใหม่นี้ให้สามารถผลิตถุงมือยางธรรมชาติด้วยความเร็วที่บริษัทเชื่อว่าเป็นความเร็วสูงสุดในอุตสาหกรรมถุงมือยาง โดยทั้ง 2 โครงการบริษัทใช้เงินลงทุนจากเงินกู้ยืมสถาบันการเงิน และกระแสเงินสดในกิจการ ซึ่งจะรับรู้กำลังการผลิตได้เต็มไตรมาสตั้งแต่ 2Q20 เป็นต้น ถือเป็นจังหวะที่ดีมากของบริษัท ทำให้สามารถผลิตถุงมือยางได้ทันกับความต้องการของตลาด และใช้เต็มกำลังการผลิตได้ทันที

โครงการขยายกำลังการผลิตของบริษัทในช่วงปี 2020 - 2027

โครงการ	ประเภทผลิตภัณฑ์	กำลังการผลิตเพิ่มขึ้น (ล้านชิ้นต่อปี)	เงินลงทุน (ล้านบาท)	คาดผลิตได้
โครงการที่ก่อสร้างเสร็จแล้ว				
โรงงานหาดใหญ่	ถุงมือยางธรรมชาติชนิดไม่มีแป้ง และถุงมือยางไนไตรล์	3,629 (+20%)	1,931	1Q20
โรงงานตรัง	ถุงมือยางธรรมชาติชนิดมีแป้ง	5,599 (+45%)	1,858	1Q20
โครงการที่อยู่ระหว่างเตรียมขยายกำลังการผลิต				
โรงงานสุราษฎ์ธานี	ถุงมือยางธรรมชาติชนิดไม่มีแป้ง และถุงมือยางไนไตรล์	5,500	3,000	2022
โรงงานสะเดา สงขลา		10,000	5,800	2023
โรงงานตรัง		13,000	6,800	2026
โรงงานชุมพร		8,700	4,400	2027

Source: Company Data, FSS Research

นอกจากนี้ยังมีอีก 4 โครงการ ที่อยู่ระหว่างศึกษาความเป็นไปได้และเตรียมขยายกำลังการผลิต โดยจะเป็นการขยายในส่วนของถุงมือยางธรรมชาติชนิดไม่มีแป้ง และถุงมือยางไนไตรล์ทั้งหมด ได้แก่ 3) การขยายกำลังการผลิตที่โรงงานสุราษฎร์ธานี เพิ่มขึ้นอีก 5,500 ล้านชิ้นต่อปี คาดใช้เงินลงทุนราว 3,000 ล้านบาท และคาดจะเริ่มผลิตเชิงพาณิชย์ได้ในปี 2022 4) การขยายกำลังการผลิตที่อ.สะเดา จ.สงขลา ราว 10,000 ล้านชิ้นต่อปี คาดใช้เงินลงทุน 5,800 ล้านบาท และคาดจะจะเริ่มผลิตเชิงพาณิชย์ได้ในปี 2022 5) การขยายกำลังการผลิตที่โรงงานตรัง เพิ่มอีก 13,000 ล้านชิ้นต่อปี คาดใช้เงินลงทุนราว 6,800 ล้านบาท และคาดเริ่มผลิตเชิงพาณิชย์ได้ในปี 2023 และ 6) การขยายกำลังการผลิตที่จ.ชุมพร จะมีกำลังการผลิตราว 8,700 ล้านชิ้นต่อปี คาดใช้เงินลงทุนราว 4,400 ล้านบาท และจะเริ่มผลิตเชิงพาณิชย์ได้ในปี 2026 โดยทั้ง 4 โครงการดังกล่าว คาดใช้เงินลงทุนรวม 20,000 ล้านบาท ซึ่งจะนำเงินที่ได้จากการขาย IPO ครั้งนี้มาใช้ในการขยายกำลังการผลิต จากปัจจุบันที่ 3 หมื่นล้านชิ้นต่อปี เพิ่มขึ้นเป็น 5 หมื่นล้านชิ้นต่อปี ภายในปี 2024 คิดเป็นการเพิ่มขึ้นเฉลี่ยปีละ 5 พันล้านชิ้นต่อปีในช่วง 2021 – 2025 และมีเป้าหมายระยะยาวเพิ่มเป็น 7 หมื่นล้านชิ้นต่อปีในปี 2028 และ 1 แสนล้านชิ้นต่อปีภายในปี 2032

ได้เปรียบด้านต้นทุน และความสามารถในการแข่งขันถุงมือยางธรรมชาติ

ต้นทุนวัตถุดิบ บริษัทมีความได้เปรียบในเรื่องของต้นทุนน้ำยางข้น จากการมีโรงงานตั้งอยู่ในประเทศไทย ซึ่งเป็นแหล่งปลูกยางพารามากเป็นอันดับ 1 ของโลก และโรงงานของบริษัทตั้งอยู่ใกล้กับโรงงานผลิตน้ำยางข้นของ STA ซึ่งเป็น Supplier น้ำยางข้นหลักของบริษัท ในขณะที่คู่แข่งในมาเลเซีย ที่มีน้ำยางธรรมชาติในประเทศไม่เพียงพอ จึงต้องนำเข้าน้ำยางข้นจากไทย ทำให้มีต้นทุนที่สูงกว่าบริษัท ทั้งต้นทุนค่าขนส่งที่เพิ่มขึ้น และค่า CESS (ค่าสงเคราะห์การส่งออกยางพาราออกนอกประเทศไทย) ในขณะที่บริษัทจะมีวัตถุดิบอย่างเพียงพอสำหรับการขยายกำลังการผลิตในอนาคต เพราะปัจจุบันกลุ่ม STA มีกำลังการผลิตทางวิศวกรรมของน้ำยางข้นปี 2019 ราว 46,000 ตันต่อเดือน หรือ 50.8% ของปริมาณผลผลิตน้ำยางข้นของไทย เทียบกับปริมาณการใช้น้ำยางข้นของบริษัทอยู่ที่ 6,914 ตันต่อเดือน คิดเป็น 15% ของกำลังการผลิตของกลุ่ม STA

ต้นทุนเชื้อเพลิง แม้มาเลเซียจะพึ่งพิงก๊าซธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิงหลักในกระบวนการผลิต แต่ที่ผ่านมาจนถึงปัจจุบัน รัฐบาลมาเลเซียมีการอุดหนุนต้นทุนค่าก๊าซธรรมชาติบางส่วนให้กับผู้ประกอบการ เพื่อเป็นการสนับสนุนอุตสาหกรรมถุงมือยาง อย่างไรก็ตาม การอุดหนุนดังกล่าวได้มีการลดลงอย่างต่อเนื่อง ในขณะที่บริษัทมีต้นทุนเชื้อเพลิงหลักคือ ไม้ฟืน ซึ่งสามารถจัดหาได้ง่ายและมีจำนวนมาก เพราะตั้งอยู่ในแหล่งปลูกยางพารารายใหญ่ของโลก

ต้นทุนแรงงาน สิ้นปี 2019 บริษัทมีต้นทุนแรงงานสัดส่วนราว 9.3% ของรายได้รวม ต่ำกว่าคู่แข่งในมาเลเซีย ซึ่งมีต้นทุนค่าแรงราว 10% - 11% ของรายได้รวม (Top Glove และ Hartalega 10.8% และ 10% ของรายได้รวม ตามลำดับ) เนื่องจากบริษัทได้เริ่มใช้การผลิตแบบ Automation ซึ่งช่วยลดการใช้แรงงานคนและช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตด้วย เช่น โรงงานใหม่ที่หาดใหญ่ บริษัทได้ใช้ระบบการผลิตแบบ Automation ซึ่งจะช่วยลดการใช้แรงงานคนลง 30% จากเดิม การผลิตถุงมือยาง 1 ล้านชิ้นต่อเดือน ใช้แรงงานคน 2.91 คน คาดจะใช้แรงงานลดลงเป็น 2.52 คน หรือประสิทธิภาพเพิ่มขึ้น 13.4%

อีกทั้งประเทศไทย ยังได้รับสิทธิพิเศษทางภาษีศุลกากรเป็นการทั่วไป (GSP) เช่น สหรัฐฯให้สิทธิ GSP ยกเว้นอากรขาเข้าถุงมือยางที่นำเข้าจากไทย ในขณะที่คู่แข่งได้รับสิทธิในอัตราที่น้อยกว่าหรือไม่ได้รับสิทธิ เช่น ถุงมือยางจากมาเลเซียได้รับสิทธิในอัตราที่น้อยกว่าไทย โดยถูกจัดเก็บภาษีนำเข้าในอัตรา 3% สำหรับถุงมือยางแบบไม่มีรอยต่อ และ 14% สำหรับถุงมือยางแบบมีรอยต่อ ส่วนถุงมือยางที่นำเข้าจากจีนถูกจัดเก็บในอัตรา 15% สำหรับถุงมือยางที่ใช้ตรวจโรคทั่วไป และ 33% สำหรับถุงมือยางที่ใช้งานทั่วไป

สิทธิพิเศษทางภาษีของสหรัฐสำหรับถุงมือยางนำเข้า

Product	Country of Origin			
			China	
Latex & Nitrile	Thailand	Malaysia	Before 1 Sep 2019	1 Sep 2019 onward
Medical	Free	Free	Free	15%
Non-Medical	GSP	3%	3% + 25%	33%

Source: STA's Presentation and STGT's Filing

ช่องทางการจำหน่ายครอบคลุมทั่วโลก และยังเน้นขยายไปยังกลุ่มประเทศที่มีแนวโน้มเติบโตสูง

ที่ผ่านมาจนถึงปัจจุบันบริษัทขายไปแล้วกว่า 140 ประเทศทั่วโลก โดยตลาดหลักคือ เอเชีย ยุโรป และทวีปอเมริกา ซึ่งบริษัทมีเป้าหมายที่จะขยายตลาดต่อเนื่อง โดยเฉพาะตลาดเกิดใหม่ และกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาหรือด้อยพัฒนาที่มีแนวโน้มการ

เติบโตสูง เช่น กลุ่มประเทศในเอเชียตะวันออก เอเชียใต้ แอฟริกา และอเมริกาใต้ ที่ยังมีปริมาณการใช้ถุงมือยางต่อประชากรค่อนข้างต่ำ เช่น จีน และแอฟริกา อยู่ที่เพียง 10 ชิ้นต่อคนต่อปี และ 4 ชิ้นต่อคนต่อปี และเริ่มให้ความสำคัญกับระบบสาธารณสุขและสุขอนามัยในประเทศ นอกจากนี้กลุ่มประเทศเหล่านี้ยังนิยมใช้ถุงมือยางธรรมชาติ เพราะมีคุณภาพตรงกับความต้องการใช้งาน และมีราคาถูกกว่าถุงมือยางไนไตรล์ ซึ่งประชากรในกลุ่มประเทศเหล่านี้ส่วนใหญ่ไม่มีอาการแพ้โปรตีนในยางธรรมชาติ เมื่อพิจารณาสัดส่วนลูกค้าในแต่ละทวีปจากตารางด้านล่าง จะเห็นว่าบริษัทเน้นลูกค้าในเอเชีย ซึ่งมีสัดส่วนการขายมากกว่าคู่แข่งพอสมควร และบริษัทได้เริ่มขยายฐานลูกค้าไปยังอเมริกาใต้ ตะวันออกกลาง และแอฟริกา ซึ่งคู่แข่งยังมีสัดส่วนรายได้ลูกค้ากลุ่มนี้ค่อนข้างน้อย ถือเป็นกลยุทธ์ที่เหมาะสม เพราะสอดคล้องกับแนวโน้มความต้องการใช้ถุงมือยางในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาและด้อยพัฒนาที่คาดเติบโตสูงกว่ากลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว เราคาดว่าบริษัทจะสามารถทำการตลาดหาลูกค้าใหม่ และรักษาฐานลูกค้าเดิม เพื่อรองรับแผนการขยายกำลังการผลิตในอนาคต

สัดส่วนรายได้แบ่งตามภูมิศาสตร์ของผู้ประกอบการ 5 อันดับแรกของโลก

% of total sales	STGT	Top Glove	Hartalega	Kossan	Supermax
Asia Pacific	38.8	22.0	14.0	12.0	21.0
Europe	21.5	31.0	25.3	30.0	26.0
North America	20.1	27.0	54.0	50.0	50.0
South America	12.0	10.0	2.5	8.0	--
Middle East	3.6	7.0	0.9	--	--
Africa	3.3	3.0	--	--	3.0
Australia & Oceania	0.7	--	3.3	--	--
Total	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**

Source: Company Data, FSS Research

ธุรกิจถุงมือยางทางการแพทย์มี Barrier to entry

ธุรกิจถุงมือยางมีอุปสรรคต่อการเข้ามาของผู้ประกอบการรายใหม่พอสมควร ทั้งจำนวนเงินลงทุนที่ค่อนข้างสูง โดยเฉพาะยิ่งเป็นระบบการผลิตแบบ Automation และยังเป็นธุรกิจที่ต้องได้รับใบอนุญาต ใบรับรองมาตรฐานต่างๆที่เป็นมาตรฐานสากลทั้งในไทยและต่างประเทศ ซึ่งในแต่ละประเทศต่างมีขั้นตอนซับซ้อน และเงื่อนไขจำนวนมาก และแตกต่างกันในแต่ละประเทศ จึงจำเป็นต้องใช้ระยะเวลาในการได้รับอนุมัติเป็นเวลานานกว่า 6 เดือน หรืออาจนานเกิน 1 ปี ทำให้ผู้ประกอบรายใหม่ไม่สามารถดำเนินธุรกิจในตลาดต่างๆทั่วโลกได้ในระยะเวลาอันสั้น และอาจทำให้มีต้นทุนในการดำเนินงานสูงกว่าผู้ประกอบการรายใหญ่ในปัจจุบัน ถือเป็นอุปสรรคในการแข่งขัน และการเข้ามาของผู้ประกอบการรายใหม่

กำไรสุทธิ 1Q20 ทำจุดสูงสุดใหม่

บริษัทมีอัตราการใช้กำลังการผลิตค่อนข้างสูงมาโดยตลอดในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา เฉลี่ย 90% และจากความต้องการใช้ถุงมือยางทางการแพทย์ที่เพิ่มขึ้นอย่างมากในปีนี้ กอปรกับเป็นจังหวะที่ดีของบริษัทที่ได้ขยายกำลังการผลิตมารองรับไว้ทันตั้งแต่เดือน มี.ค. 2020 ที่ผ่านมา โดยมีกำลังการผลิตสูงสุดที่ 3.2 หมื่นล้านชิ้นต่อปี จึงทำให้สามารถใช้กำลังการผลิตใหม่ได้เต็มทันทีที่เริ่มดำเนินการผลิต ส่งผลให้กำไรสุทธิ 1Q20 ทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 422 ล้านบาท (+133.1% Q-Q, +168.8% Y-Y) โดยมาจากการเพิ่มขึ้นของปริมาณขาย +14.5% Q-Q และ +29.2% Y-Y เป็น 6,277 ชิ้น กอปรกับอานิสงส์ค่าเงินบาทอ่อนค่า ทำให้รายได้รวม +19.8% Q-Q, +25.7% Y-Y ในขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นปรับขึ้นอย่างน่าประทับใจที่ 18.8% จาก 10.2% ใน 4Q19 และ 13.1% ใน 1Q19 นอกเหนือจากการใช้เต็มกำลังการผลิตทำให้ได้ประโยชน์จาก Economies of Scale แล้ว ยังได้ประโยชน์จากค่าเงินบาทอ่อนค่า และยังมาจากต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลงจากทั้งน้ำยางข้น และน้ำยางสังเคราะห์

1Q20 Earnings Result

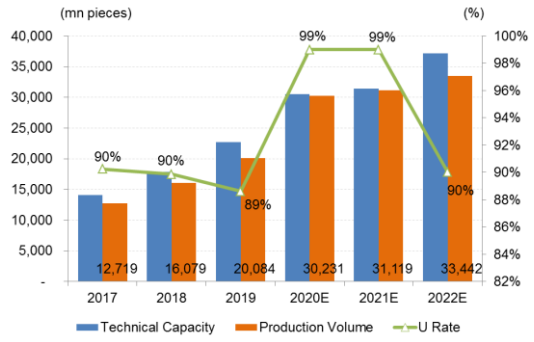
(Bt□mn)	1Q20	4Q19	%Q-Q	1Q19	%Y-Y
Sales revenue	3,761	3,138	19.8	2,991	25.7
Costs	3,054	2,819	8.3	2,598	17.6
Gross profit	707	319	121.6	393	79.9
SG&A costs	212	191	11.0	156	35.9
Interest charge	39	46	-15.2	51	-23.5
Norm profit	444	142	212.7	187	137.4
Net profit	422	181	133.1	157	168.8
Gross margin %	18.8	10.2	8.6	13.1	5.7
SG&A as % of Sales	5.6	6.1	-0.5	5.2	0.4
Net margin %	11.2	5.8	5.4	5.2	6.0

Source: Company Data

คาดกำไรสุทธิปี 2020 เติบโตโดดเด่น

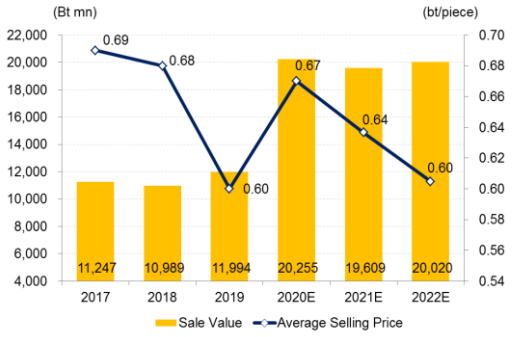
แนวโน้มกำไรจะเติบโตได้มากขึ้นตั้งแต่ 2Q20 เป็นต้นไป เพราะจะรับรู้กำลังการผลิตใหม่ได้เต็มไตรมาส ซึ่งเราคาดอัตราการใช้กำลังการผลิตในปีนี้จะถูกใช้เต็มที่ระดับ 99% จึงคาดปริมาณขายถุงมือยางในปี 2020 จะเติบโตก้าวกระโดด +52% Y-Y มาอยู่ที่ราว 3.02 หมื่นล้านชิ้น (โดยปริมาณขายใน 1Q20 คิดเป็น 21% ของคาดการณ์ปริมาณขายทั้งปี) นอกจากนี้ด้วยภาวะ Supply ถุงมือยางในปัจจุบันที่ค่อนข้างตึงตัว จึงส่งผลให้ราคาขายถุงมือยางปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งเป็นไปตามหลักกลไกตลาด เราจึงคาดราคาขายถุงมือยางโดยเฉลี่ยในปีนี้ของบริษัทจะปรับขึ้น +12% Y-Y มาอยู่ที่ 0.67 บาทต่อชิ้น ถือเป็นระดับราคาที่ดี เพราะ 1) แนวโน้มต้นทุนน้ำยางข้นและน้ำยางสังเคราะห์อ่อนตัวลง และ 2) ได้อานิสงส์จากค่าเงินบาทอ่อนค่า โดย 2020YTD อ่อนค่าอยู่ราว -4.2% ใกล้เคียงกับค่าเงินของคู่แข่งริงกิตมาเลเซียเทียบกับ USD ที่อ่อนค่า -4.7% คาดว่าปีนี้การแข่งขันไม่รุนแรง น่าจะช่วยหนุนการฟื้นตัวของ Gross Margin ให้ขยับขึ้นสู่ระดับ 22% - 23% และคาดยังได้รับเงินชดเชยดอกเบี้ยจากโครงการสนับสนุนของภาครัฐในการขยายกำลังการผลิตต่อเนื่อง รวมถึงคาดอัตราภาษีจ่ายจะลดลงสู่ระดับ 7% จาก 15.6% ในปี 2019 เป็นผลจากกำลังการผลิตใหม่ได้รับสิทธิพิเศษทางภาษี BOI ดังนั้นจึงคาดกำไรสุทธิปี 2020 จะเติบโตแรง +392% Y-Y เป็น 3,119 ล้านบาท โดยกำไรสุทธิ 1Q20 คิดเป็นสัดส่วนราว 14% ของประมาณการทั้งปี แนวโน้มกำไรจะโตมากขึ้นในช่วงที่เหลือของปีนี้

คาดการณ์ปริมาณผลิตและอัตราใช้กำลังการผลิต



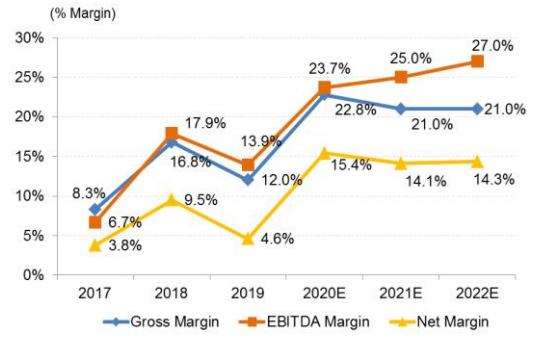
Source: FSS Research

คาดการณ์ราคาขายและการเติบโตของรายได้



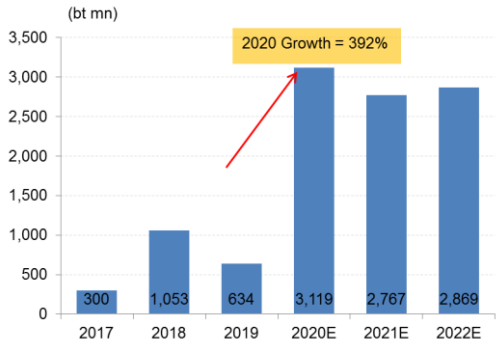
Source: FSS Research

คาดการณ์อัตราการทำกำไรของบริษัท



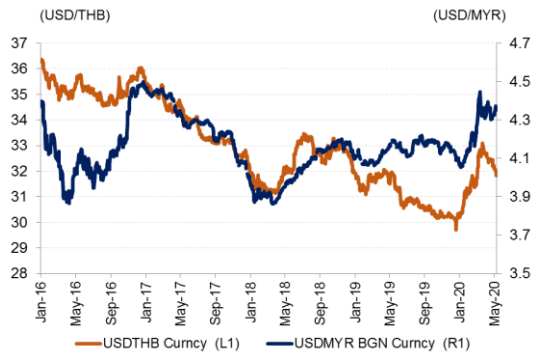
Source: FSS Research

คาดการณ์อัตราการเติบโตของกำไร



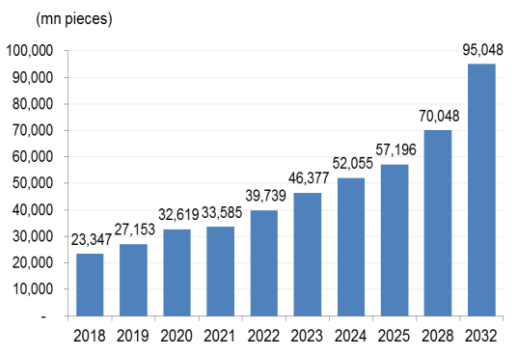
Source: FSS Research

ค่าเงินบาทและริงกิตมาเลเซียเทียบกับ USD



Source: FSS Research

แผนขยายกำลังการผลิตของบริษัท



Source: FSS Research

แม้ COVID-19 จะคลี่คลาย แต่เชื่อว่าความต้องการใช้ถุงมือยางยังโตมากกว่าในอดีต

แม้สถานการณ์ COVID19 อาจจะเริ่มคลี่คลายตั้งแต่ 2H20 เป็นต้นไป และกลับมาฟื้นตัวใช้ชีวิตได้ตามปกติกันอีกครั้งในปีหน้า แต่เรายังคาดว่าปริมาณความต้องการใช้ถุงมือยางจะยังเติบโตได้มากกว่าในอดีตช่วงก่อน COVID-19 ที่โตเฉลี่ยปีละ 10% - 12% เพราะ 1) เชื่อว่าพฤติกรรมของประชาชนจะเปลี่ยนแปลงไป ความต้องการถุงมือยาง (ร่วมกับอุปกรณ์ชนิดอื่นๆ) เพื่อสร้างความปลอดภัยในการดำรงชีวิตจะมีต่อเนื่อง 2) ความต้องการใช้ทางการแพทย์ยังเพิ่มต่อเนื่อง จากแนวโน้มค่าใช้จ่ายด้านสุขภาพต่อประชากรสูงขึ้นทั่วโลก และ 3) ความต้องการใช้ถุงมือยางในอุตสาหกรรมอื่นๆ ก็จะมีแนวโน้มเติบโตมากขึ้นกว่าในอดีต โดยเฉพาะอุตสาหกรรมอาหาร ความงาม รวมถึงการให้บริการต่างๆทั้ง โรงแรม สายการบิน และห้างค้าปลีก อย่างไรก็ตาม เราคาดปริมาณขายถุงมือยางของบริษัทจะเติบโตในอัตราที่ลดลง เพราะฐานที่สูงในปี 2020 กอปรกับกำลังการผลิตเต็ม โดยกำลังการผลิตใหม่จะทยอยเข้ามาในปี 2021 – 2022 และเชื่อว่าบริษัทจะยังมีอัตราการใช้กำลังการผลิตอยู่ในระดับสูงราว 90% - 95% แต่สิ่งที่คาดการณ์ได้ยากคือ การเปลี่ยนแปลงของต้นทุนน้ำยางข้น น้ำยางสังเคราะห์ และอัตราแลกเปลี่ยน เราจึงใช้สมมติฐานแบบ Conservative ให้อัตรากำไรขั้นต้นลดลงกลับสู่ระดับที่เคยทำได้ปกติก่อนมี COVID-19 ดังนั้นเราจึงคาดกำไรสุทธิปี 2021 จะอ่อนตัวลง Y-Y และกลับมาโตอีกครั้งในปี 2022 เมื่อกำลังการผลิตใหม่ทยอยเข้ามาเพิ่มขึ้น

ฐานะทางการเงินและสภาพคล่องอยู่ในระดับที่ดี

ก่อน IPO บริษัทถือว่ามีฐานะทางการเงินและสภาพคล่องอยู่ในเกณฑ์ที่ดี โดยมี Current Ratio และ D/E Ratio สิ้นปี 2019 เท่ากับ 1.56 เท่า และ 2.0 เท่า ตามลำดับ หากพิจารณา Interest bearing D/E Ratio พบว่าเท่ากับ 1.62 เท่า และภายหลัง IPO คาดจะมีสภาพคล่องดีขึ้น โดยคาด Current Ratio และ Interest bearing D/E Ratio สิ้นปี 2020 จะปรับตัวดีขึ้นมาอยู่ที่ 5.2 เท่า และ 0.35 เท่า ตามลำดับ ทำให้สามารถเตรียมรองรับการขยายธุรกิจและกำลังการผลิตในอนาคตได้ตามเป้าหมาย ทั้งนี้บริษัทไม่ได้มีการจ่ายปันผลสำหรับผลประกอบการงวดปี 2019 ออกไปก่อน ทำให้ยังดำรงเงินสดในกิจการสิ้นปี 2019 ที่ระดับ 581 ล้านบาท โดยบริษัทมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลไม่น้อยกว่า 30% ของกำไรสุทธิหลังหักสำรองต่างๆทุกประเภทที่กฎหมาย

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ STGT โดยอิง 2 วิธี 1) Discount Cash Flow และ 2) Relative PE

- **สำหรับวิธี DCF** เราได้ใช้กระแสเงินสด Free Cash Flow to Firm (FCFF) นำมาคิดลดด้วย WACC ที่ 6.3% โดยใช้ Risk Premium 5.9% และ Beta 0.65 (อิงจาก Unlevered Beta ของ Top Glove และ Hartelega) และใช้ Terminal Growth 2% ทำให้ได้ราคาเหมาะสมปี 2020 เท่ากับ 44.9 บาท

DCF Valuation Table

Bt mn		2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EBIT		3,504	3,108	3,203	2,450	2,566	2,818	3,088
(-) Tax		-232	-206	-213	-161	-170	-187	-206
(+) Depreciation		1,295	1,796	2,296	2,696	3,096	3,496	3,796
(-) Working Capital Change		-1,566	108	-76	145	-168	-367	-123
(-) CAPEX		-5,778	-4,994	-5,004	-3,991	-4,009	-4,020	-3,021
FCFF		-2,777	-187	205	1,138	1,315	1,739	3,534
Risk Premium	5.9							
Beta	0.65							
WACC (%)	6.3							
Terminal Growth (%)	2.0							
Terminal Value	87,129							
NPV (value of the firm)	60,231							
Net Debt	4,043							
Equity Value	64,274							
No. of shares	1,428							
Share Price (bt/share)	**44.9**							

Source: FSS Research

- **<u>สำหรับวิธี Relative PE</u>** เราอิงกับ Avg. 5yrs Forward PE = 21 เท่า ของผู้ผลิตถุงมือยาง 4 รายใหญ่ในมาเลเซีย ประกอบด้วย Top Glove, Hartalega, Kossan และ Supermax นอกจากความสามารถในการทำกำไรที่ STGT ทำได้ใกล้เคียงกับกลุ่ม และคาดเห็นพัฒนาการของอัตรากำไรโดดเด่นมากขึ้นในปี 2020 แล้ว ในแง่ของสภาพคล่องแม้ D/E Ratio หรือ IBD/E Ratio ในปี 2019 จะสูงกว่าค่าเฉลี่ยของคู่แข่ง แต่ยังอยู่ในระดับที่ยอมรับได้ และมาจากการกู้ยืมเพื่อขยายกำลังการผลิตรองรับการเติบโตในอนาคต กอปรกับสัดส่วนดังกล่าวจะลดลงภายหลัง IPO ในขณะที่สัดส่วน Current Ratio และอัตราผลตอบแทนของบริษัทอยู่ในระดับที่ดีใกล้เคียงคู่แข่ง รวมถึงอัตราการเติบโตของรายได้ถุงมือยางในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา ก็เติบโตอยู่ในระดับที่ 16.1% CAGR ใกล้เคียงกับคู่แข่งที่โต 16.6% CAGR

สรุป เราประเมินราคาเป้าหมาย STGT ปี 2020 เท่ากับ 45 บาท โดยอิง Target PE ที่ 21 เท่า เท่ากับ Avg. 5yrs Forward PE ของผู้ผลิตถุงมือยาง 4 รายใหญ่ในมาเลเซีย ถือว่ายังเป็นระดับที่ Conservative เพราะปัจจุบันคู่แข่งในมาเลเซียทั้ง 4 ราย เทรดกันที่ Forward PE เฉลี่ยที่ 38.3 เท่า หรือ Avg. 5yrs PE+4.3 SD

เปรียบเทียบผลการดำเนินงานและมูลค่าหุ้นของคู่แข่งในมาเลเซีย

As of 2019	STGT	Average	Top Glove	Hartalega	Kossan	Supermax
Ticker	STGT TB	--	TOPG MK	HART MK	KRI MK	SUCB MK
Establish year	1989	--	1991	1988	1979	1987
Market Cap (US$ m)	--	--	3,987	5,997	1,579	536
Revenue (US$ m)	387	--	1,159	693	536	372
Sale Growth 3 yrs %	16.1	16.6	18.7	24.6	6.5	16.8
2018 EBITDA Margin %	17.9	17.5	16.1	23.9	15.2	14.6
2019 EBITDA Margin %	13.9	16.2	14.3	22.7	16.8	11.0
2018 Net Margin %	9.5	11.5	10.1	18.3	9.3	8.1
2019 Net Margin %	5.3	10.5	7.6	16.1	10.1	8.0
ROE %	13.9	17.4	19.3	23.9	16.2	10.3
ROA %	4.6	9.9	6.6	16.2	10.0	7.0
Total Asset (US$ m)	445	--	1,348	733	573	445
Current Ratio	1.56	1.41	0.97	2.17	1.47	1.06
D/E Ratio (x)	2.02	0.70	1.23	0.32	0.61	0.62
IBD /E Ratio	1.62	0.46	0.95	0.15	0.39	0.34
Avg BF_PE 5 yrs (x)	--	21.3	21.4	30.7	20.1	13.2
Current BF_PE (x) (as of 22-May-20)	--	38.3	41.6	48.8	34.5	28.4
+/- SD	--	+4.3 SD	+4.0 SD	+2.7 SD	+5.8 SD	+5.0 SD

Source: Bloomberg, FSS Research

โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

บริษัทมีแผนขายหุ้น IPO จำนวน 444.78 ล้านหุ้น (มูลค่าพาร์ 1 บาท/หุ้น) แบ่งเป็นการจัดสรร 3 กลุ่มดังนี้

1) จำนวนไม่เกิน 432.78 ล้านหุ้น จัดสรรให้กับประชาชนทั่วไป รวมถึง กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานของบริษัท ที่ไม่ใช่การจัดสรร STGT ESOP รวมถึงผู้มีอุปการคุณ และ Cornerstone Investor โดยเสนอขายในราคาเดียวกัน

2) จำนวนไม่เกิน 2 ล้านหุ้น จัดสรรให้กับ กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานของ STA และบริษัทย่อยของ STA

3) จำนวนไม่เกิน 10 ล้านหุ้น จัดสรรให้กับ กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานของบริษัท และบริษัทย่อยของ STGT ตามโครงการ STGT ESOP โดยจะเสนอขายครั้งแรกในวัน IPO ไม่เกิน 4 ล้านหุ้น ส่วนอีก 6 ล้านหุ้นจะเสนอขายในปีที่ 1-2

สำหรับจำนวนหุ้น IPO ที่ 444.78 ล้านหุ้น คิดเป็นสัดส่วน 31% ของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและเรียกชำระแล้วหลัง IPO โดยภายหลัง IPO บริษัทจะมีทุนจดทะเบียนเพิ่มขึ้นจากปัจจุบัน 990 ล้านบาท เป็น 1,434.78 ล้านบาท ส่วนทุนชำระแล้วหลัง IPO จะเพิ่มเป็น 1,428.78 ล้านบาท ส่วนต่าง 6 ล้านบาท เป็นการเตรียมไว้เพื่อจัดสรรให้กับ กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานของบริษัท ภายใต้โครงการ STGT ESOP โดยจะเสนอขายในปีที่ 1-2 หลัง IPO ต่อไป

ในส่วนของเงื่อนไข Silent Period กำหนดว่าห้ามผู้ถือหุ้นก่อนวันที่บริษัทเสนอขายหุ้น IPO นำหุ้นหรือหลักทรัพย์ที่อาจเป็นหุ้นรวมทั้งหมด 55% ของทุนชำระแล้วหลัง IPO (หรือ 785.82 ล้านหุ้น) ออกขายภายในระยะเวลา 1 ปี นับตั้งแต่วันที่เริ่มทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยเมื่อครบกำหนด 6 เดือน สามารถทยอยขายหุ้นได้ไม่เกิน 25% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดที่ถูกสั่งขาย (หรือ 196.45 ล้านหุ้น) และสามารถขายหุ้นส่วนที่เหลือได้เมื่อครบกำหนดระยะเวลา 1 ปี

โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ STGT

รายชื่อผู้ถือ	ก่อน IPO	หลัง IPO
บมจ.ศรีตรังแอโกรอินดัสทรี (STA)	73.2%	50.7%
บจ.รับเบอร์แลนด์โปรดักส์ (RBL)	7.8%	5.4%
กลุ่มครอบครัวสินเจริญกุล	9.0%	6.3%
บจ.ศรีตรัง โฮลดิ้งส์ (STH)	5.4%	3.7%
กรรมการ ผู้บริหาร พนักงานของบริษัท และกลุ่ม STA	0.6%	0.8%
อื่นๆ	4.0%	2.7%
ประชาชนทั่วไป	--	30.3%
จำนวนหุ้นรวม (ล้านหุ้น)	**990.00**	**1,428.78**

Source: Company Data

หมายเหตุ : จำนวนหุ้นทั้งหมดหลัง IPO ที่ 1,428.78 ล้านหุ้น คำนวณบนสมมติฐานว่า กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงาน ได้จองซื้อหุ้น IPO ภายใต้โครงการ STGT ESOP ในครั้งแรกจำนวน 4 ล้านหุ้น

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ บริษัทมีต้นทุนในส่วนของวัตถุดิบหลัก ประกอบด้วย น้ำยางข้น น้ำยางสังเคราะห์ ในงวดปี 2018 และ 2019 คิดเป็นสัดส่วน 42.8% และ 40.1% ของต้นทุนขายทั้งหมด ตามลำดับ โดยน้ำยางข้นมีความแปรผันโดยตรงกับปริมาณและราคาน้ำยางธรรมชาติ ซึ่งเป็นสินค้า Commodity ทำให้ราคามีความผันผวนตามการเปลี่ยนแปลงของ Demand Supply รวมถึงได้รับอิทธิพลจากการเก็งกำไรของกองทุนเก็งกำไรสินค้า Commodity และในส่วนของน้ำยางสังเคราะห์ ซึ่งเป็นผลผลิตพลอยได้จากกระบวนการกลั่นปิโตรเลียม และกระบวนการแยกก๊าซธรรมชาติ จึงแปรผันตาม Demand Supply ของน้ำมันดิบและก๊าซธรรมชาติในตลาดโลก ซึ่งถือเป็นสินค้า Commodity ที่มีความผันผวนของราคาสูง ดังนั้นความผันผวนของราคาวัตถุดิบจึงเป็นความเสี่ยงที่อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

ความเสี่ยงจากการแข่งขันที่ค่อนข้างสูง บริษัทต้องแข่งขันกับผู้ผลิตและจัดจำหน่ายในต่างประเทศ โดยเฉพาะการแข่งขันด้านราคา รวมถึงการมีคู่แข่งรายใหม่เข้ามาในตลาด อาจทำให้เกิดความเสี่ยงจาก Oversupply และทำให้เกิดแรงกดดันด้านราคามากขึ้น โดยเฉพาะการแข่งขันในตลาดถุงมือยางไนไตรล์ที่มีการนำมาใช้ทดแทนถุงมือยางธรรมชาติได้บางส่วน จากจุดแข็งของถุงมือยางไนไตรล์ที่ทนต่อน้ำมันปิโตรเลียม และตัวทำละลายไฮโดรคาร์บอนได้ดี มีความยืดหยุ่นสูง และยังนิยมใช้ในกลุ่มผู้ที่แพ้โปรตีนในถุงมือยางธรรมชาติ จึงเป็นความเสี่ยงต่อบริษัทในแง่ความสามารถในการแข่งขัน และการเป็นสินค้าทดแทน

ความเสี่ยงจากการที่ผู้แทนจำหน่ายไม่จำหน่ายผลิตภัณฑ์ของบริษัท สิ้นปี 2018 และ 2019 บริษัทมีรายได้จากการจัดจำหน่ายผ่านผู้แทนจำหน่ายในลักษณะ OEM คิดเป็นสัดส่วน 85.5% และ 85.8% ของรายได้จากการขาย ตามลำดับ ส่วนที่เหลือเป็นการขายภายใต้แบรนด์ของบริษัทและกลุ่มบริษัท STA ในขณะที่รายได้หลักมาจากการส่งออกคิดเป็นสัดส่วนราว 86.3% ของรายได้รวมปี 2019 จะเห็นว่าบริษัทมีการพึ่งพิงผู้แทนจำหน่ายผลิตภัณฑ์ของบริษัทในต่างประเทศค่อนข้างมาก ซึ่งหากผู้แทนดังกล่าวลดหรือเลิกจำหน่ายผลิตภัณฑ์ของบริษัท อาจทำให้บริษัทไม่สามารถจัดหาผู้แทนจำหน่ายทดแทนได้ทันที

ความเสี่ยงจากการผิดนัดของลูกหนี้ สิ้นปี 2018 และ 2019 บริษัทมีรายได้จากลูกค้าที่ได้รับสินเชื่อทางการค้าราว 93% และ 88.1% ของรายได้จากการขาย ตามลำดับ จึงมีความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ของลูกค้ากลุ่มนี้

ความเสี่ยงจากการถูกยกเลิกหรือปรับลดสิทธิประโยชน์ทางการค้าในต่างประเทศ ถุงมือแพทย์เป็นสินค้าที่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางการค้าในบางประเทศ เช่น ได้รับยกเว้นอากรขาเข้าสำหรับสหรัฐฯ โดยได้รับสิทธิ GSP ในการนำเข้าถุงมือยางจากไทย ทั้งนี้มีความเสี่ยงหากประเทศผู้ให้สิทธิ GSP ระงับสิทธิรายสินค้า หากสินค้าดังกล่าวมีส่วนแบ่งการนำเข้าเกินกว่า

50% หรือมีมูลค่านำเข้าแต่ละปีสูงกว่าเพดานที่กำหนด, ระงับสิทธิทั้งประเทศ หากมีรายได้ประชาชาติต่อหัวอยู่ในกลุ่มประเทศที่มีรายได้สูง

ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน บริษัทมีปริมาณการขายในต่างประเทศสัดส่วนราว 88.6% และ 85.5% ของปริมาณการขายทั้งหมด ในปี 2018 และ 2019 ตามลำดับ โดยมีการขายในรูปสกุลเงิน USD และ CNY เป็นหลัก ในขณะที่ต้นทุนส่วนใหญ่อยู่ในรูปสกุลเงินบาท ส่วนหนึ่งบริษัทสามารถป้องกันความเสี่ยงโดยอาศัย Natural Hedge เนื่องจากมีค่าใช้จ่ายบางส่วนอยู่ในรูปสกุลเงิน USD ได้แก่ การนำเข้าน้ำยางสังเคราะห์ สารเคมี และวัตถุดิบในการผลิตอื่นๆ โดยในปี 2018 และ 2019 มีสัดส่วนค่าใช้จ่ายสกุล USD ราว 24.3% และ 21.5% ของรายได้ที่เป็นสกุลเงิน USD ตามลำดับ อีกทั้งมีการใช้เครื่องมืองทางการเงินให้ป้องกันความเสี่ยงอีกทางหนึ่ง อาทิ Forward หรือ Option

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	10,989	11,994	20,255	19,609	20,020
Cost of sales	9,166	10,555	15,637	15,491	15,816
Gross profit	1,822	1,439	4,618	4,118	4,204
SG&A	563	725	1,215	1,177	1,161
Operating profit	1,259	713	3,403	2,941	3,043
Other income	98	140	101	167	160
EBIT	1,357	854	3,504	3,108	3,203
EBITDA	1,990	1,649	4,800	4,904	5,499
Interest charge	162	194	192	173	160
Tax on income	206	104	232	206	213
Earnings after tax	989	555	3,080	2,729	2,829
Minority interest	71	20	34	33	34
Normalized earnings	1,048	557	3,119	2,767	2,869
Extraordinary items	5	77	0	0	0
Net profit	1,053	634	3,119	2,767	2,869

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Net profit	1,053	634	3,119	2,767	2,869
Deprec. & amortization	633	796	1,296	1,796	2,296
Change in working capital	-795	-390	-1,567	109	-76
Other adjustments	262	303	0	0	0
Cash flow from operations	1,153	1,343	2,848	4,671	5,088
Capital expenditure	-3,465	-2,999	-5,683	-5,000	-5,000
Others	-293	-10	-95	6	-4
Cash flow from investing	-1,293	-3,315	-5,778	-4,994	-5,004
Free cash flow	-141	-1,972	-2,930	-322	84
Net borrowings	1,745	1,904	-311	-768	-576
Equity capital raised	0	790	14,004	3	3
Dividends paid	-500	0	-1,248	-1,107	-1,147
Others	-1,096	-694	16	-6	4
Cash flow from financing	150	2,000	12,461	-1,879	-1,716
Net change in cash	0	8	9,491	-2,201	-1,632

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Cash	573	581	10,072	7,871	6,239
Accounts receivable	1,922	1,612	2,664	2,579	2,633
Inventory	1,681	1,612	2,399	2,377	2,426
Other current assets	74	507	810	784	801
Total current assets	4,251	4,312	15,945	13,611	12,099
Investments	25	0	0	0	0
Plant, property & equipment	6,038	8,562	12,267	15,471	18,176
Other assets	337	342	437	430	434
Total assets	10,652	13,216	28,648	29,512	30,709
Short-term loans	491	264	185	197	201
Accounts payable	1,263	1,393	1,928	1,910	1,950
Current maturities	505	954	750	750	750
Other current liabilities	107	163	203	196	200
Total current liabilities	2,366	2,773	3,066	3,053	3,101
Long-term debt	4,256	5,854	5,826	5,046	4,466
Other non-current liab.	241	187	203	196	200
Total non-current liab.	4,497	6,041	6,028	5,242	4,666
Total liabilities	6,862	8,814	9,094	8,295	7,767
Registered capital	200	1,435	1,435	1,435	1,435
Paid up capital	200	990	1,429	1,432	1,435
Share premium	0	0	13,565	13,565	13,565
Legal reserve	24	24	24	24	24
Retained earnings	2,206	3,347	4,536	6,196	7,917
Minority Interests	1,358	0	0	0	0
Shareholders' equity	3,789	4,362	19,554	21,217	22,941

Important Ratios (Consolidated)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Growth (%)					
Revenue	-2.3	9.2	68.9	-3.2	2.1
EBITDA	123.0	-17.1	191.1	2.2	12.1
Net profit	250.8	-39.8	391.8	-11.3	3.7
Normalized earnings	147.5	-46.9	460.2	-11.3	3.7
Profitability (%)					
Gross profit margin	16.6	12.0	22.8	21.0	21.0
EBITDA margin	17.9	13.9	23.7	25.0	27.5
EBIT margin	12.3	7.1	17.3	15.9	16.0
Normalized profit margin	9.5	4.6	15.4	14.1	14.3
Net profit margin	9.6	5.3	15.4	14.1	14.3
Normalized ROA	9.8	4.2	10.9	9.4	9.3
Normalize ROE	43.1	12.8	16.0	13.0	12.5
Normalized ROCE	16.4	8.2	13.7	11.7	11.6
Risk (x)					
D/E	2.8	2.0	0.5	0.4	0.3
Net D/E	2.6	1.9	-0.1	0.0	0.1
Net debt/EBITDA	3.2	5.0	-0.2	0.1	0.3
Per share data (Bt)					
Reported EPS	5.27	0.83	2.18	1.93	2.00
Normalized EPS	5.24	0.56	2.18	1.93	2.00
EBITDA	9.95	1.67	3.36	3.42	3.83
Book value	12.15	3.05	13.63	14.79	15.99
Dividend	2.68	0.00	0.87	0.77	0.80
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	6.5	41.0	15.6	17.6	17.0
Norm P/E	6.5	60.5	15.6	17.6	17.0
P/BV	2.8	11.1	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	6.6	25.4	9.9	10.0	9.1
Dividend yield (%)	7.9	0.0	2.6	2.3	2.4

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่
999/9 อาคารดิ ออฟฟิศเสส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-658-9000, 02-658-9500

สำนักงานเอ็ม บี เค ทาวเวอร์
ชั้น 15 อาคารเอ็ม บี เค ทาวเวอร์ เลขที่ 444 ถนนพญาไท แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-680-0700, 02-680-0777

สำนักงานอัลม่าลิงค์
25 อาคารอัลม่าลิงค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-646-9600, 02-646-9999

สำนักงานอัมรินทร์ ทาวเวอร์
496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-660-5000, 02-264-6000

สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1
7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร
02-878-5999

สาขา บางกะปิ
3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร
02-378-4545

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 สินธร 1
130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-690-4100

สาขา เคี่ยนหงวน (สินธร 2)
140/1 อาคารเคี่ยนหงวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-254-1717

สาขา แจ้งวัฒนะ
99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี
02-005-4193

สาขา ประชาชื่น
105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร
02-580-9130

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 ขอนแก่น
311/1 ถ.กลางเมือง ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น
043-058-925

สาขา อุดรธานี
197/29, 213/3 ถ.อุดรดุษฎี ต. หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี
042-245-589

สาขาเชียงใหม่ 2
310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่
053-235-889, 053-204-909

สาขา เชียงราย
353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย
053-750-120

สาขา แม่สาย
119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย
053-640-599

สาขา นครราชสีมา
198/1 ตรอกสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา
044-288-700, 044-014-322, 044-014-323

สาขา ออนไลน์ภูเก็ต
22/18 ถ.หลวงพ่อวัดฉลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต
076-210-499

สาขา หาดใหญ่
106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปัตย์ ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา
074-243-777

สาขา ตรัง
59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง
075-211-219

สาขา สุราษฎ์ธานี
173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎ์ธานี จ.สุราษฎ์ธานี
077-222-595

สาขา ปัตตานี
300/69-70 หมู่ 4 ต.รูสะมิแล 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" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีความน่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง 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, LH, 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, TASCO, 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 2019

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 โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

1 ข้อมูล CG Score ประจำปี 2562 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

2 ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 30 พฤศจิกายน 2561) มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC