14 กันยายน 2563

Company Note

TWPC (TWPC TB)

บมจ. ไทยวา

Current	Previous	Close	2021 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2019
HOLD	SELL	3.42	3.50	+2.3%	Certified	4

Consolidated earnings

BT (mn)	2019	2020E	2021E	2022E
Normalized earnings	125	28	214	231
Net profit	68	91	214	231
Normalized EPS (Bt)	0.14	0.03	0.24	0.26
EPS (Bt)	0.08	0.10	0.24	0.26
% EPS growth	-65.4	33.6	134.8	8.2
Dividend / share (Bt)	0.13	0.07	0.17	0.18
BV/share (Bt)	5.70	5.73	5.81	5.89
EV/EBITDA (x)	7.4	8.3	5.7	5.3
Normalized PER (x)	24.1	107.8	14.1	13.0
PER (x)	44.3	33.1	14.1	13.0
PBV (x)	0.6	0.6	0.6	0.6
Dividend yield (%)	3.9	2.1	5.0	5.4
Norm ROE (%)	2.5	0.6	4.2	4.5
YE No. of shares (million)	880	880	880	880
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

Source: Company data, FSS estimates

Share data

Sector	Agribusiness
Close (14/09/2020)	3.42
SET Index	1,272.34
Foreign limit/actual (%)	49.00/43.46
Paid up shares (million)	880.42
Free float (%)	50.26
Market cap (Bt m)	3,011.04
Avg daily T/O (Bt m) (2020 YTD)	5.47
hi, lo, avg (Bt) (2020 YTD)	4.64, 2.70, 3.65

Source: Setsmart

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

Finansia Syrus Securities
Finansia
@fnsyrus

คาดยังขาดทุนต่อใน 3Q20 และจะพลิกมีกำไรอีกครั้งใน 4Q20

บริษัทประกาศผลการดำเนินงาน 2Q20 พลิกเป็นขาดทุนสุทธิ -12 ล้านบาท จากที่มีกำไรสุทธิ 82 ล้านบาทใน 1Q20 แต่ดีกว่า 2Q19 ที่ -39 ล้านบาท แต่หากไม่รวมรายการพิเศษได้แก่ กำไรจากการวัดค่ามูลค่ายุติธรรมของตราสารอนุพันธ์ 18 ล้านบาท การกลับรายการตั้งสำรองผลประโยชน์พนักงาน 20 ล้านบาท และสำรองด้อยค่าเงินลงทุนตราสารหนี้ 10 ล้านบาท รวมถึงรายการพิเศษที่ค่อนข้างมากทั้งในปีก่อน และไตรมาสก่อน เราพบว่าผลการดำเนินงานหลัก 2Q20 จะขาดทุนอยู่ที่ -40 ล้านบาท แย่ลงจากที่มีกำไรปกติ 37 ล้านบาทใน 1Q20 และ 32 ล้านบาทใน 2Q19 สาเหตุหลักมาจากผลกระทบของ COVID-19 แม้รายได้จากกลุ่มอาหารยังโตได้ แต่ไม่สามารถชดเชยรายได้กลุ่มแป้งมันสำปะหลังที่มีสัดส่วนรายได้มากกว่าได้ทั้งหมด ทำให้รายได้รวมอ่อนตัวลง -3% Y-Y (แต่โต +10.2% Q-Q จากการ Reopen ของจีน) แต่ด้วยอัตราการใช้กำลังการผลิตที่ต่ำลง และเป็นช่วง Low Season ของปริมาณหัวมันสด ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นลดลงมาอยู่ที่ 15.5% จาก 21.6% ใน 1Q20 และ 15.9% ใน 2Q19 ในขณะที่ค่าใช้จ่ายยังปรับสูงขึ้น ส่วนหนึ่งมาจากค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวกับ COVID-19 ทำให้สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ขยับขึ้นมาอยู่ที่ 18% จาก 17.4% ใน 1Q20 และ 14.2% ใน 2Q19

ระยะสั้น แนวโน้มผลการดำเนินงาน 3Q20 อาจจะยังเผชิญผลขาดทุนอยู่ เพราะปกติเป็น Low Season ของธุรกิจอยู่แล้ว, คาดการฟื้นตัวของคำสั่งซื้อยังช้า เพราะหลายประเทศยังมีปัญหาเรื่องการระบาดรอบ 2 ของ COVID-19 เช่น เวียดนาม ทำให้อัตราการใช้กำลังการผลิตยังทรงตัว Q-Q และ Spread Margin ยังดูแคบลง เพราะราคาวัตถุดิบหัวมันสด 3QTD ขยับขึ้น เพราะยังมีปริมาณหัวมันสดออกสู่ตลาดน้อย ในขณะที่ราคาขายส่งออกแป้งมันสำปะหลังค่อนไปในทางทรงตัว เบื้องต้นคาด 3Q20 จะยังขาดทุนราว -15 ล้านบาท

หากผลการดำเนินงาน 3Q20 เป็นไปตามคาด บริษัทอาจมีผลการดำเนินงานหลัก 9M20 ขาดทุนราว -18 ล้านบาท พลิกจากที่มีกำไรปกติ 91 ล้านบาทใน 9M19 อย่างไรก็ตาม คาดบริษัทจะพลิกกลับมามีกำไรอีกครั้งใน 4Q20 เพราะปกติเป็น High Season ของธุรกิจ จากปริมาณหัวมันสดที่จะออกสู่ตลาดมากขึ้นและยังคาดหวังคำสั่งซื้อกลุ่มแป้งมันสำปะหลังกลับมาฟื้นตัว ภายหลังสถานการณ์ COVID-19 คลี่คลายได้ดีขึ้น

จากสถานการณ์ใน 9M20 ที่แย่กว่าคาด นำไปสู่การปรับลดประมาณการกำไรปกติปี 2020 ลง 84% เหลือ 28 ล้านบาท (-77.6% Y-Y) จากเดิมคาดไว้ 179 ล้านบาท (+43% Y-Y) และคาดกำไรปกติจะกลับมาเติบโตในปี 2021 มาอยู่ที่ราว 214 ล้านบาท (+664.3% Y-Y) กลับสู่ระดับใกล้เคียงปี 2018 อีกครั้ง ภายใต้สมมติฐานว่า COVID-19 จะคลี่คลายได้ต่อเนื่อง และคำสั่งซื้อกลับสู่ภาวะปกติ โดยคาดรายได้รวมจะกลับมาโต 11.3% Y-Y และคาดอัตรากำไรขั้นต้นจะทรงตัวใกล้เคียงปี 2020 อยู่ที่ระดับ 17.5% ถือเป็นระดับที่ดี เพราะเป็นการปรับขึ้นจากที่ลดต่ำลงมากเหลือเพียง 15.5% ใน 2Q20 จากการใช้กำลังการผลิตที่จะสูงขึ้นสู่ระดับที่มีประสิทธิภาพการผลิตอีกครั้ง

ฐานะทางการเงินปัจจุบันยังอยู่ในระดับที่ดี สิ้น 2Q20 มีสัดส่วน Current Ratio และ D/E Ratio เท่ากับ 4.25 เท่า และ 0.35 เท่า ตามลำดับ และมีเงินสดในมืออยู่ที่ราว 707 ล้านบาท (คิดเป็น 0.8 บาท/หุ้น) และยังไม่มีลูกค้ารายใดมีปัญหาค้างชำระ

เราปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2021 เท่ากับ 3.5 บาท (อิง PE เดิม 14 เท่า) ราคาหุ้นปรับขึ้นสะท้อนการฟื้นตัวในปีหน้าไปพอสมควร ทำให้มี Upside เพียง 2.3% จึงแนะนำ เพียง ถือ

ความเสี่ยงหลักคือ ความผันผวนของราคาหัวมันสด (ราคาวัตถุดิบหัวมันสดเปลี่ยนแปลงทุก 1% จะกระทบต่ออัตรากำไรขั้นต้นราว 0.4% และกระทบต่อกำไรปกติราว 12%) และอัตราแลกเปลี่ยน (กรณีค่าเงินบาทแข็งค่าทุก 1% และให้ปัจจัยอื่นๆคงที่ จะกระทบต่ออัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทราว 0.3% และกระทบต่อกำไรปกติราว 10.7%)

ผลการดำเนินงาน 2Q20 ถูกกระทบจาก COVID-19

ผลการดำเนินงาน 2Q20 พลิกเป็นขาดทุนสุทธิ -12 ล้านบาท จากที่มีกำไรสุทธิ 82 ล้านบาทใน 1Q20 แต่ดีกว่า 2Q19 ที่ -39 ล้านบาท หากไม่รวมกำไรจากการวัดค่ามูลค่ายุติธรรมของตราสารอนุพันธ์ 18 ล้านบาท, การกลับรายการตั้งสำรองผลประโยชน์พนักงาน 20 ล้านบาท และสำรองด้อยค่าเงินลงทุนตราสารหนี้ 10 ล้านบาท รวมถึงรายการพิเศษที่ค่อนข้างมากทั้งในปีก่อน และไตรมาสก่อน พบว่าผลการดำเนินงานหลัก 2Q20 ขาดทุนที่ -40 ล้านบาท แย่ลงจากที่มีกำไรปกติ 37 ล้านบาทใน 1Q20 และ 32 ล้านบาทใน 2Q19 สาเหตุที่อ่อนตัวลง Q-Q แม้รายได้จะเติบโตราว 10.2% Q-Q และเป็นการเติบโตทุกกลุ่มสินค้า ส่วนหนึ่งมาจากการกลับมา Reopen ของจีน แต่ด้วยราคาขายโดยเฉลี่ยปรับลงมากกว่าต้นทุนวัตถุดิบหัวมัน เพราะปกติช่วง 2Q เป็น Low Season ของปริมาณหัวมันสด กอปรกับอัตราการใช้กำลังการผลิตโดยรวมของบริษัทลดลงมาอยู่ที่เพียง 50% จากระดับ 80% ใน 1Q20 ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นอ่อนตัวลงมาอยู่ที่ 15.5% จาก 21.6% ใน 2Q20 ส่วนผลการดำเนินงานที่อ่อนตัวลง Y-Y มาจากผลกระทบของ COVID-19 แม้รายได้ธุรกิจอาหารจะเติบโตได้ 10.2% Y-Y แต่มีสัดส่วนรายได้เพียง 23.4% ของรายได้รวม ยังไม่สามารถชดเชยรายได้กลุ่มแป้ง (Native และ HAV มีสัดส่วนรวม 77% ของรายได้รวม) ซึ่งอ่อนตัวลง -6.7% Y-Y ได้ทั้งหมด ทำให้รายได้รวมไตรมาสนี้ -3% Y-Y และอัตรากำไรขั้นต้นลดลงราว 40 bps จาก 15.9% ใน 2Q19 ในขณะที่ค่าใช้จ่ายยังปรับตัวสูงขึ้น ส่วนหนึ่งมาจากค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับ COVID-19 เช่น อุปกรณ์ป้องกัน และการพ่นยาทำความสะอาด, ค่าประกันภัย COVID-19 ให้กับพนักงาน รวมถึงค่าใช้จ่ายท่าเรือสำหรับของที่ตกค้าง ในช่วง COVID-19 ทำให้สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ขยับขึ้นมาอยู่ที่ 18% จาก 17.4% ใน 1Q20 และ 14.2% ใน 2Q19

2Q20 Earnings Results

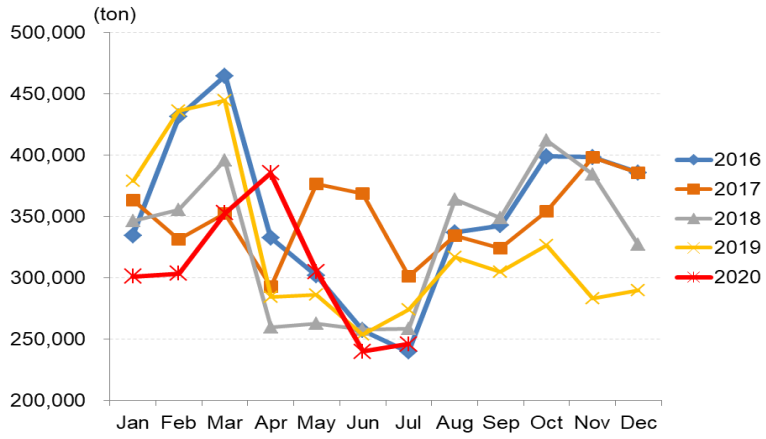
(Bt▫mn)	2Q20	1Q20	%Q-Q	2Q19	%Y-Y	1H20	1H19	% Y-Y
Sales revenue	1,708	1,550	10.2	1,760	-3.0	3,258	3,629	-10.2
- Native	743	665	11.7	777	-4.4	1,408	1,613	-12.7
- HAV	565	505	11.9	620	-8.9	1,070	1,301	-17.8
- Food	400	380	5.3	363	10.2	780	715	9.1
Costs	1,442	1,215	18.7	1,481	-2.6	2,657	2,967	-10.4
Gross profit	265	335	-20.9	280	-5.4	601	662	-9.2
SG&A costs	307	269	14.1	249	23.3	576	514	12.1
Interest charge	21	15	40.0	14	50.0	35.8	19.7	81.7
Norm profit	-40	37	nm	32	nm	-3	109	nm
Net profit	-12	82	nm	-39	nm	70	52	34.6
Gross margin %	15.5	21.6		15.9		18.4	18.2	
SG&A as % of Sales	18.0	17.4		14.2		17.7	14.2	
Norm margin %	-2.4	2.4		1.7		-0.1	3.0	

Source: Company Data

คาดแนวโน้ม 3Q20 ยังขาดทุนต่อเนื่อง

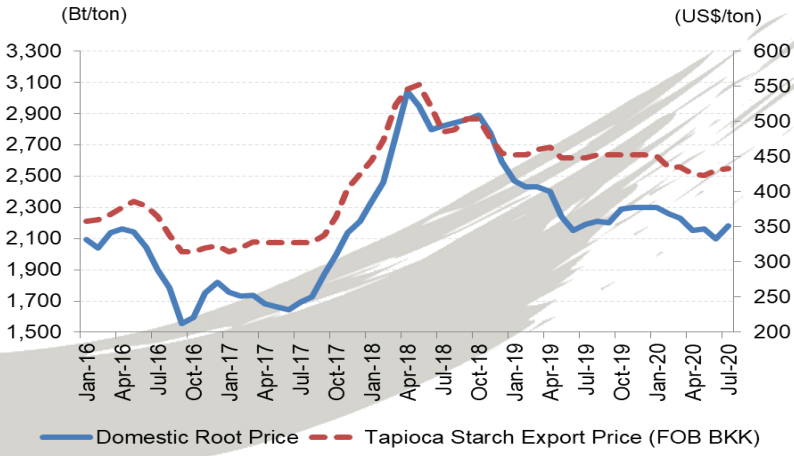
ระยะสั้น แนวโน้มผลการดำเนินงาน 3Q20 คาดยังเผชิญผลขาดทุนต่อเนื่อง เพราะ 1) ปกติเป็นช่วง Low Season ของธุรกิจ 2) สถานการณ์คำสั่งซื้อยังไม่ดีนัก หากพิจารณาปริมาณการส่งออกแป้งมันสำปะหลังของไทยในเดือน ก.ค. อยู่ที่ 2.46 แสนตัน (+2.5% M-M, -10.3% Y-Y) แม้จะเริ่มฟื้นจากเดือน มิ.ย. แต่ยังเป็นระดับที่ต่ำกว่าช่วงก่อน COVID-19 อยู่มาก ในขณะที่หลายประเทศยังคงมีปัญหา COVID-19 ระบาด โดยเฉพาะเวียดนาม (สัดส่วน 15% ของรายได้รวม) จึงคาดเห็นการฟื้นตัวอย่างช้าๆใน 3Q20 3) Spread Margin แคบลง จากราคาขายส่งออกในเดือน ก.ค. ยังค่อนไปในทางทรงตัวอยู่ที่ US$433 ต่อตัน (ทรงตัว Q-Q, -3.3% Y-Y) ในขณะที่ราคาวัตถุดิบหัวมันสดขยับขึ้นมาอยู่ที่ 2,180 บาทต่อตัน (+3.8% M-M, ทรงตัว Y-Y) เนื่องจากภาพรวมปริมาณหัวมันยังออกสู่ตลาดน้อย และ 4) ปัจจุบันบริษัทใช้อัตรากำลังการผลิตเพียง 50% ใกล้เคียงกับไตรมาสก่อน ซึ่งยังเป็นระดับที่ต่ำกว่าจุดคุ้มทุน จึงคาดอัตรากำไรขั้นต้นจะทรงตัวถึงปรับขึ้นเล็กน้อยจาก 2Q20 และเบื้องต้นเราคาดผลการดำเนินงานใน 3Q20 อาจจะยังเผชิญผลขาดทุนอยู่ราว -15 ล้านบาท แต่เป็นการขาดทุนน้อยลงจาก 2Q20

ปริมาณการส่งออกแป้งมันสำปะหลังของไทยรายเดือน



Source: The Thai Tapioca Trade Association

ราคาหัวมันสด (บาท/ตัน) และราคาแป้งมันสำปะหลังส่งออก (USD/ตัน)



Source: The Thai Tapioca Trade Association

ปรับลดประมาณการกำไรปี 2020 และคาดกลับมาฟื้นตัวเป็นกำไรอีกครั้งใน 4Q20

หากผลการดำเนินงาน 3Q20 เป็นไปตามคาด บริษัทอาจมีผลการดำเนินงานหลัก 9M20 ขาดทุนราว -18 ล้านบาท ลดลงจากที่มีกำไรปกติ 91 ล้านบาทใน 9M19 และคาดจะพลิกกลับมามีกำไรอีกครั้งใน 4Q20 เพราะปกติเป็น High Season ของธุรกิจ จากปริมาณหัวมันสดที่จะออกสู่ตลาดมากขึ้น และยังคาดหวังคำสั่งซื้อกลุ่มแป้งมันสำปะหลังกลับมาฟื้นตัว ภายหลังสถานการณ์ COVID-19 ใน 3 กลุ่มประเทศลูกค้าหลักทั้งไทย จีน เวียดนาม ซึ่งมีสัดส่วนรายได้ 68%, 17% และ 15% ตามลำดับ จะทยอยคลี่คลายดีขึ้น ทั้งนี้บริษัทยังตั้งเป้าการเติบโตของรายได้ราว 5%-7% ต่อปี และเมื่อคำสั่งซื้อดีขึ้น จะทำให้อัตราการใช้กำลังการผลิตสูงขึ้น และช่วยหนุนอัตรากำไรขั้นต้นกลับมาฟื้นตัวได้เช่นเดียวกัน อย่างไรก็ตาม จากผลการดำเนินงานที่แย่กว่าคาดมากใน 9M20 จึงนำไปสู่การปรับลดประมาณการกำไรปกติปี 2020 ลง 84% เหลือ 28ล้านบาท (-77.6% Y-Y) จากเดิมคาดไว้ 179 ล้านบาท (+43.6% Y-Y)

คาดกำไรปกติจะกลับมาเติบโตในปี 2021 มาอยู่ที่ราว 214 ล้านบาท (+664.3% Y-Y) กลับสู่ระดับใกล้เคียงปี 2018 อีกครั้ง ภายใต้สมมติฐานว่า COVID-19 จะคลี่คลายได้ต่อเนื่อง และคำสั่งซื้อกลับสู่ภาวะปกติ โดยคาดรายได้รวมจะกลับมาโต 11.3% Y-Y จากกลุ่มแป้งมันสำปะหลังเป็นหลักทั้ง Native +12% Y-Y และ HAV +15% Y-Y ส่วนธุรกิจอาหารคาดโตต่อเนื่อง +5% Y-Y และคาดอัตรากำไรขั้นต้นรวมจะทรงตัวใกล้เคียงปี 2020 อยู่ที่ระดับ 17.5% ถือเป็นระดับที่ดี แม้แนวโน้มราคาวัตถุดิบหัวมันอาจปรับตัวขึ้น แต่มาจากความต้องการที่จะฟื้นตัวดีขึ้น เรามองบวกต่อการใช้กำลังการผลิตที่จะสูงขึ้นสู่ระดับที่มีประสิทธิภาพการผลิตอีกครั้ง เราปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2021 เท่ากับ 3.5 บาท (อิง PE เดิม 14 เท่า) อย่างไรก็ตาม ราคาหุ้นปรับขึ้นสะท้อนการฟื้นตัวในปี 2021 ไปพอสมควร ทำให้มี Upside เพียง 2.3% จึงแนะนำเพียง ถือ

การเปลี่ยนแปลงสมมติฐานที่ใช้ในการคาดการณ์ผลการดำเนินงาน TWPC

Assumptions	New			Old		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
Total Sales (bt mn)	6,864	7,639	8,081	7,411	8,044	8,303
% Y-Y Growth	-6.3	11.3	5.8	1.2	8.6	3.2
Native Sales (bt mn)	2,935	3,288	3,452	3,144	3,636	3,746
% Y-Y Growth	-8.3	12.0	5.0	-1.8	15.7	3.0
HAV Sales (bt mn)	2,274	2,615	2,772	2,741	2,837	2,922
% Y-Y Growth	-14.8	15.0	6.0	2.7	3.5	3.0
Food Sale (bt mn)	1,642	1,724	1,845	1,514	1,559	1,606
% Y-Y Growth	13.0	5.0	7.0	4.2	3.0	3.0
% Gross Margin	17.4	17.5	17.5	17.4	17.2	17.4
% SG&A to sales	16.5	14.0	14.0	14.3	14.1	14.2
Norm Profit (bt mn)	28	214	231	179	194	212
% Y-Y Growth	-77.6	664.3	7.9	43.6	8.0	9.0

Source: FSS Research

ปัจจัยความเสี่ยงหลัก คือต้นทุนหัวมันสด และอัตราแลกเปลี่ยน

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ ด้วยต้นทุนหลักของบริษัทคือ วัตถุดิบหัวมันสด สัดส่วนราว 80% ของต้นทุน และอีก 20% คือ Processing Cost ทำให้การเปลี่ยนแปลงของราคาหัวมันสดมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทพอสมควร ดังเช่นปี 2018 ที่ราคาหัวมันสดได้ปรับขึ้นแรง +51.6% Y-Y มาอยู่ที่ US$2,761 ต่อตัน จาก US$1,821 ต่อตันในปี 2017 ในขณะที่ราคาขายปรับขึ้นได้ช้ากว่า แม้จะทำให้รายได้ในปี 2018 ปรับขึ้น +15.6% Y-Y แต่อัตรากำไรขั้นต้นปรับลดลงมากมาอยู่ที่ 16.3% จาก 22.1% ในปี 2017 และเป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้กำไรปกติปี 2018 อ่อนตัวลงราว -45.6% Y-Y จากการทำ Sensitivity บนสมมติฐานว่าไม่สามารถปรับขึ้นราคาขายได้พบว่า หากราคาวัตถุดิบหัวมันสดเปลี่ยนแปลงทุกๆ 1% จะกระทบต่ออัตรากำไรขั้นต้นราว 0.4% และกระทบต่อกำไรปกติราว 12% อย่างไรก็ตาม ที่ผ่านมาบริษัทมักสามารถปรับขึ้นราคาขายได้ เพื่อลดผลกระทบของราคาวัตถุดิบที่ปรับตัวสูงขึ้น

ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน บริษัทมีสัดส่วนรายได้เป็นสกุล USD ราว 39% (รองมาเป็น สกุลเงินบาท 29%, หยวน 17% ด่องเวียดนาม 15%) ในขณะที่มีการนำเข้าแป้งถั่วและแป้งมันฝรั่ง ทำให้บริษัทการป้องกันความเสี่ยงแบบธรรมชาติ (Natural Hedge) ได้ส่วนหนึ่ง อย่างไรก็ตาม บริษัทยังคงมีความเสี่ยงในกรณีที่ค่าเงินบาทแข็งค่าเมื่อเทียบกับ USD เราได้ทำ Sensitivity ในกรณีที่ค่าเงินบาทแข็งค่าทุก 1% และให้ปัจจัยอื่นๆคงที่ เราพบว่าจะกระทบต่ออัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทราว 0.3% และกระทบต่อกำไรปกติราว 10.7% อย่างไรก็ตาม บริษัทได้คำนึงถึงความเสี่ยงดังกล่าว จึงได้มีนโยบายป้องกันความเสี่ยงด้วยการทำ Forward ราว 70% ของรายได้ USD เพื่อเป็นการลดผลกระทบจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

Income St□tement (Consolidate□)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	7,248	7,323	6,864	7,639	8,081
Cost of sales	6,063	6,133	5,669	□,302	6,667
Gross profit	1,185	1,190	1,194	1,3□7	1,414
SG&A	967	1,050	1,133	1,069	1,131
Operating profit	218	140	62	267	283
Other income	71	95	62	76	81
EBIT	289	235	124	344	364
EBITDA	566	587	503	749	796
Interest charge	7	48	70	65	63
Tax on income	58	32	17	55	60
Earnings after tax	224	155	37	223	241
Minority interest	17	26	7	8	8
Normalized earnings	204	125	28	214	231
Extraordinary items	-7	-57	63	0	0
Net profit	197	68	91	214	231

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Net profit	197	68	91	214	231
Depre. & amortization	277	352	372	392	412
Change in working capital	-247	4	31	-149	-85
Other adjustments	-6	-52	65	2	2
Cash flow from operations	222	372	559	459	560
Capital expenditure	-543	-1,165	-300	-300	-300
Others	320	101	-8	-4	-2
Cash flow from investing	-224	-1,063	-308	-304	-302
Free cash flow	-2	-691	251	155	258
Net borrowings	80	1,282	-195	-23	-43
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	-282	-310	-64	-149	-162
Others	45	-329	5	6	6
Cash flow from financing	-157	643	-253	-167	-199
Net change in cash	-158	-48	-2	-12	59

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Cash	1,289	1,242	1,240	1,228	1,287
Accounts receivable	730	724	696	774	819
Inventory	988	1,147	1,056	1,174	1,242
Other current assets	151	130	137	153	162
Total current assets	3,158	3,243	3,129	3,329	3,510
Investments	399	325	325	325	325
Plant, property & equipment	2,828	3,640	3,568	3,475	3,363
Other assets	688	661	669	673	675
Total assets	7,073	7,869	7,690	7,801	7,872
Short-term loans	220	276	276	276	276
Accounts payable	493	539	466	518	548
Current maturities	7	67	67	67	67
Other current liabilities	74	105	96	107	113
Total current liabilities	794	987	905	968	1,004
Long-term debt	8	1,112	1,044	977	910
Other non-current liab.	404	475	412	458	485
Total non-current liab.	412	1,586	1,456	1,435	1,395
Total liabilities	1,206	2,573	2,362	2,404	2,399
Registered capital	880	880	880	880	880
Paid up capital	880	880	880	880	880
Share premium	301	301	301	301	301
Legal reserve	90	90	90	90	90
Retained earnings	3,368	3,126	3,153	3,217	3,287
Minority Interests	562	275	280	286	291
Shareholders' equity	5,866	5,295	5,328	5,398	5,473

Important Ratios (Consolidated)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Growth (%)					
Revenue	15.7	1.0	-6.3	11.3	5.8
EBITDA	-22.0	3.7	-15.5	48.4	5.4
Net profit	-60.1	-65.4	33.6	134.8	8.2
Normalized earnings	-45.4	-38.9	-77.6	664.6	8.2
Profitability (%)					
Gross profit margin	16.3	16.2	17.4	17.5	17.5
EBITDA margin	7.8	8.0	7.2	9.6	9.6
EBIT margin	4.0	3.2	1.8	4.5	4.5
Normalized profit margin	2.8	1.7	0.4	2.8	2.9
Net profit margin	2.7	0.9	1.3	2.8	2.9
Normalized ROA	2.9	1.6	0.4	2.7	2.9
Normalized ROE	3.9	2.5	0.6	4.2	4.5
Normalized ROCE	4.6	3.4	1.8	5.0	5.3
Risk (x)					
D/E	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5
Net D/E	-0.0	0.3	0.2	0.2	0.2
Net debt/EBITDA	-0.1	2.3	2.3	1.6	1.4
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.22	0.08	0.10	0.24	0.26
Normalized EPS	0.23	0.14	0.03	0.24	0.26
EBITDA	0.64	0.67	0.56	0.84	0.88
BVS	6.02	5.70	5.73	5.81	5.89
DPS	0.33	0.13	0.07	0.17	0.18
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	15.3	44.3	33.1	14.1	13.0
Norm P/E	14.7	24.1	107.8	14.1	13.0
P/BV	0.57	0.60	0.60	0.59	0.58
EV/EBITDA	5.2	7.4	8.3	5.7	5.3
Dividend yield (%)	9.6	3.9	2.1	5.0	5.4

Source: Company data, FSS research

FINANSIA
ALWAYS A STEP AHEAD

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 บางกระปิ
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 (ฝั่งริมบึงแก่นนคร) 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