

<b>Current</b>	Previous	Close	2020 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2019
<b>BUY</b>	--	1.90	2.70	+ 42.1%	N/A	3

**Consolidated earnings**

BT (mn)	2019	2020E	2021E	2022E
Normalized earnings	12	107	134	146
Net profit	35	107	134	146
Normalized EPS (Bt)	0.07	0.21	0.26	0.28
EPS (Bt)	0.02	0.21	0.26	0.28
% growth	-12.5	195.1	24.3	9.2
Dividend (Bt)	0.04	0.10	0.13	0.14
BV/share (Bt)	1.45	1.47	1.46	1.53
EV/EBITDA (x)	27.0	5.6	4.7	4.2
Normalized PER (x)	27.1	9.2	7.4	6.8
PER (x)	80.8	9.2	7.4	6.8
PBV (x)	1.3	1.3	1.3	1.2
Dividend yield (%)	2.1	5.4	6.8	7.4
ROE (%)	1.6	14.1	17.6	18.3
YE No. of shares (million)	520.0	520.0	520.0	520.0
Par (Bt)	0.50	0.50	0.50	0.50

Source: Company data, FSS estimates

**Share data**

Sector	MAI/Industrial
Close (23/09/2020)	1.90
SET Index	1,264.01
Foreign limit actual (%)	49.00/0.02
Paid up shares (million)	520.00
Free float (%)	39.75
Market cap (Bt m)	988.00
Avg daily T/O (Bt m) (2020 YTD)	1.46
hi, lo, avg (Bt) (2020 YTD)	1.95, 0.57, 1.58

Source: SetSMART

Analyst: Jitra Amornthum

Register No.: 014530

Tel.: +662 646 9966

email: jitra.a@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

 Finasia Syrus Securities

 Finasia

 @fnsyrus

**Turnaround หลังเพิ่มกำลังการผลิตและขยายช่องทางการขาย**

ปี 2020 เป็นปีแห่งการ Turnaround ของผลประกอบการหลังจากโรงงานแห่งใหม่สร้างเสร็จใน 3Q19 และทยอยใช้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้น ประกอบกับการขยายช่องทางการจำหน่ายใหม่ ๆ ครอบคลุม Retail และ Online ซึ่งมีมาร์จินดี มากขึ้น กำไรสุทธิ 1H20 ที่ 38 ล้านบาท มากกว่ากำไรสุทธิปี 2019 ทั้งปีแล้ว เราคาดกำไร 3Q20 เติบโตต่อจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยคาด +27% Q-Q, +1,414% Y-Y เป็น 36 ล้านบาท แนวโน้มกำไร 4Q20 ชะลอเล็กน้อย Q-Q เพราะจำนวนวันทำงานน้อยลง และคาดกำไรสุทธิปี 2020 +205% Y-Y บริษัทมีแผนขยายสาขาและขยายกำลังการผลิตในปี 2021 หากทำได้ตามเป้า คาดกำไรโตต่อ 24% Y-Y ราคาหุ้นปัจจุบันซื้อขายที่ PE 9.2 เท่าปี 2020 และ 7.4 เท่าปี 2021 ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มผู้ผลิตท่อเหล็กที่ 13 เท่า เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2020 ที่ 2.70 บาทอิง PE 13 เท่าเท่ากับกลุ่มทั้งที่ความสามารถในการทำกำไรของ ZIGA ดีกว่า และคาดการณ์ Dividend yield ราว 5-6% ต่อปี แนะนำซื้อ

เป็นผู้ผลิตท่อเหล็กโครงสร้าง Pre-zinc ซึ่งเป็นสินค้าทดแทนที่มีโอกาสเติบโตสูง

ZIGA เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายท่อเหล็กโครงสร้างประเภท Pre-zinc ภายใต้แบรนด์ "ZIGA" และท่อเหล็กร้อยสายไฟประเภท Pre-zinc ภายใต้แบรนด์ "DAIWA" รายได้หลัก 85-90% มาจากท่อเหล็กโครงสร้าง (ZIGA) ส่วนที่เหลือมาจากท่อเหล็กร้อยสายไฟ (DAIWA) ท่อเหล็กของบริษัทแตกต่างจากท่อเหล็กดำชุบสังกะสีในท้องตลาดเหล็กโครงสร้างทั่วไปมักไม่ได้ใช้เหล็กที่ชุบสังกะสีเพื่อป้องกันสนิมมาก่อนตั้งแต่เป็นวัตถุดิบ แต่จะขึ้นรูปชิ้นงานก่อนแล้วจึงนำไปชุบสังกะสีหรือทาสีก่อนใช้งาน ทำให้สังกะสีหรือสีที่ชุบมีความหนาไม่สม่ำเสมอ ต่างจากสินค้าของ ZIGA ที่ใช้เหล็กแผ่นรีดร้อน/รีดเย็นที่ชุบสังกะสีแบบจุ่มร้อน ก่อนนำไปขึ้นรูปชิ้นงาน เป็นการเคลือบสังกะสีตั้งแต่ยังเป็นม้วนเหล็ก ทำให้ควบคุมความหนาและสม่ำเสมอของสังกะสีได้ดีกว่าปกป้องพื้นผิวเหล็กได้ทั่วถึง ทำให้เหล็กมีอายุการใช้งานนานกว่า ประหยัดค่าใช้จ่ายในการบำรุงรักษา ท่อเหล็กของ ZIGA ถือเป็นสินค้าทดแทนท่อเหล็กดำที่ผู้จำหน่ายนำมาชุบสังกะสีหรือนำเข้าแบบสำเร็จรูปจากต่างประเทศซึ่งส่วนใหญ่นำเข้าจากประเทศจีน แม้ราคาจะถูกกว่าแต่คุณภาพก็ด้อยกว่า ในปี 2019 ปริมาณการขายท่อเหล็ก Pre-zinc ของ ZIGA ยังมีสัดส่วนเพียง 5.2% ของปริมาณท่อเหล็กที่จำหน่ายทั่วประเทศ จึงมีโอกาสนในการเติบโตอีกมาก

**เติบโตตามอุตสาหกรรมก่อสร้าง การลงทุนของภาครัฐ และอสังหาริมทรัพย์**

ท่อเหล็กแบรนด์ ZIGA เป็นท่อเหล็กอเนกประสงค์สำหรับงานโครงสร้างทั้งที่รับน้ำหนักไม่มาก เช่น เฟอร์นิเจอร์ ราวบันได รั้ว และโครงสร้างที่รับน้ำหนักมาก เช่น โครงหลังคาเหล็ก คานเหล็ก นั่งร้าน โรงเพาะชำ เป็นต้น บริษัทผลิตท่อเหล็กกลมได้ตั้งแต่ขนาดเส้นผ่านศูนย์กลาง 0.5 นิ้วถึง 5 นิ้ว นอกจากนี้ ยังผลิตท่อโครงสร้างแบบเหลี่ยมและรูปตัวซี ตามความต้องการของลูกค้า ส่วนท่อเหล็กร้อยสายไฟ "DAIWA" เป็นท่อเหล็กที่ใช้ปกป้องสายไฟจากการถูกกระแทกหรือถูกสารเคมี ท่อเหล็กร้อยสายไฟมักใช้ตามอาคารต่างๆ เพราะการเดินทางสายไฟในอาคารต้องการความปลอดภัยสูง ธุรกิจของ ZIGA จึงเติบโตตามอุตสาหกรรมก่อสร้าง ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ การลงทุนโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐที่กำลังเร่งตัวขึ้น ไม่ว่าจะเป็นรถไฟฟ้า รถไฟรางคู่ รถไฟความเร็วสูง และการพัฒนาพื้นที่ใน EEC

**ขยายช่องทางการจำหน่าย หนุนรายได้และมาร์จิน**

ตลาดของ ZIGA ราว 80% อยู่ในภาคอีสานและภาคเหนือ ในอดีตสินค้าของ ZIGA ส่วนใหญ่ประมาณ 85-90% จัดจำหน่ายผ่านกลุ่มลูกค้าขายส่ง ซึ่งมีตัวแทนขายประมาณ 3-4 ราย อีก 10-15% เป็นการขายปลีกให้ลูกค้ารายย่อย เช่น ผู้รับเหมารายย่อย ร้านค้าปลีกที่มาซื้อและรับสินค้าด้วยตัวเอง หรือลูกค้าที่ซื้อสินค้าผ่าน ZIGA Outlet สำหรับช่องทางการขายส่งนั้น แม้ว่าตัวแทนจำหน่ายแต่ละรายจะเป็นรายใหญ่ มีสาขาและ dealer ที่มีลูกค้าครอบคลุมทั่วประเทศ เป็นทั้งโอกาสแต่ก็เป็นข้อจำกัดในการขยายตลาดของบริษัท ปัจจุบัน ZIGA มีการขายเข้าไปใน Modern Trade เช่น

DOHOME, ไทวัสดุ และหันมาทำตลาดค้าปลีกเองโดยนำสินค้าต่อหลักของบริษัทไปวางขายที่สาขาของ DCC ตั้งแต่ปลายปี 2018 และขายผ่าน Online ปัจจุบันบริษัทมี Follower ใน Facebook ประมาณ 3.1 หมื่นราย

สำหรับปี 2021 ZIGA มีแผนเพิ่มจำนวน Outlet เป็น 20 สาขา จากปัจจุบันที่มี 4 สาขา และเพิ่มเป็น 100 สาขาในปี 2022 ทั้งนี้ รูปแบบของ Outlet อาจเป็นการขยายด้วยตัวบริษัทเองซึ่งแต่ละสาขาใช้เงินจำนวนไม่มากนัก 2.5-3.0 แสนบาท หรืออาจขยายในรูปแบบ Franchise ไม่ว่าจะรูปแบบใดก็ตาม จะช่วยหนุนการเติบโตของรายได้และอัตรากำไรให้ดีกว่าเดิมหากเพิ่มช่องทางการขายสู่ตลาด Retail ได้ตามเป้า

**ปี 2020 เป็นปีแห่งการ Turnaround คาดกำไรสุทธิ 3Q20 +27% Q-Q, +1,414% Y-Y**

ผลกำไรของ ZIGA นับตั้งแต่เข้าตลาดเดือน ส.ค. 2017 ปรับลงอย่างต่อเนื่อง จากกำไรสุทธิ 131.7 ล้านบาทในปี 2017 เป็น 42.6 ล้านบาทในปี 2018 และเหลือ 35.3 ล้านบาทในปี 2019 เนื่องจาก 1) การก่อสร้างโรงงานใหม่ล่าช้ากว่ากำหนดมาก โดยใช้เวลาในการก่อสร้างนานราว 1 ปีครึ่งและเพิ่งเปิดดำเนินการในช่วง 3Q19 ทำให้บริษัทมีข้อจำกัดเรื่องพื้นที่คงคลัง และเสียจังหวะในการขาย 2) อุตสาหกรรมการก่อสร้างที่ซบเซา ความล่าช้าในการอนุมัติเบิกจ่ายงบประมาณ การเลื่อนประมูลโครงการเมกะโปรเจกต์ ทำให้ปริมาณความต้องการใช้เหล็กลดลง เป็นข้อจำกัดในการปรับขึ้นราคาขาย และ 3) ราคาเหล็กโลกปรับลงโดยเฉพาะในช่วงปลายปี 2018 ทำให้ต้นทุนของเหล็กต่ำทาสีซึ่งเป็นสินค้าทดแทนต่อเหล็ก Pre-zinc ของบริษัท มีราคาถูกกว่าสินค้าของบริษัทมาก ท่ามกลางภาวะเศรษฐกิจซบเซา มีการแข่งขันตัดราคากันสูง ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นทยอยลดลงจากปี 2017 ที่ 23.0% เป็น 11.1% ในปี 2018 และเหลือ 9.9% ในปี 2019

ผลการดำเนินงานของ ZIGA เริ่มทยอยดีขึ้นตั้งแต่ 4Q19 หลังโรงงานใหม่เปิดดำเนินการและใช้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้น การ Turnaround เกิดขึ้นในปี 2020 อย่างชัดเจนหลังจากค่อยๆเพิ่มกำลังการผลิตในโรงงานใหม่มากขึ้น ราคาวัตถุดิบเหล็กม้วนที่บริษัทนำเข้าจากจีนมีราคาลดลงและไม่ผันผวนเท่ากับในช่วง 2 ปีก่อน และการก่อสร้างภาครัฐเร่งตัวขึ้นจากปีก่อน ส่งผลให้รายได้งวด 1H20 +27.8% Y-Y เป็น 493.7 ล้านบาท ที่สำคัญคืออัตรากำไรขั้นต้นกลับมาอยู่ที่ 15.4% เทียบกับ 11.3% ในช่วง 1H19 กำไรสุทธิจึงเติบโต 28.8% Y-Y เป็น 38.6 ล้านบาท มากกว่ากำไรสุทธิปี 2019 ทั้งปีที่ 35.3 ล้านบาทท่ามกลางการแพร่ระบาดของ COVID-19

เรคาดกำไร 3Q20 ยิ่งเร่งตัวขึ้น ผู้บริหารให้ข้อมูลว่าบริษัทเดินหน้าผลิตเต็มที่ 24 ชั่วโมงต่อวันเพื่อให้ทันกับความต้องการของลูกค้าที่เพิ่มขึ้นตามการขยายช่องทางการจำหน่าย และเป็นเพราะสินค้าแบรนด์ ZIGA ได้รับความนิยมมากขึ้นจากลูกค้า เรคาดกำไรสุทธิที่ 36.0 ล้านบาท +27.0% Q-Q, +1,414.3% Y-Y จากอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้นมาก ทั้งนี้ กำไรสุทธิ 3Q19 ทำได้เพียง 2.4 ล้านบาทเพราะเผชิญทั้งค่าเสื่อมราคาจากโรงงานใหม่ที่เพิ่งเปิดดำเนินการ และต้นทุนการผลิตเพิ่มขึ้นจากการทดลองผลิตสินค้าใหม่

**คาดกำไรสุทธิปี 2020 +205% Y-Y ปีหน้าโตต่อ +24% Y-Y จากการขยายกำลังการผลิตและช่องทางขาย**

โรงงานใหม่เฟส 2 จะแล้วเสร็จปลายปี 2020 ทำให้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้น 69% จาก 65,000 ตันต่อปี เป็น 110,000 ตันต่อปี แต่ยังไม่ส่งผลต่อรายได้ได้ทันในปีนี้ ในขณะที่จำนวนวันทำงานใน 4Q20 น้อยลง เราจึงคาดกำไร 4Q20 อาจชะลอ Q-Q โดยรวมทั้งปี 2020 ถือเป็นปีที่ turnaround โดยคาดรายได้ทั้งปี 2020 +40.7% Y-Y เป็น 1.1 พันล้านบาท อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มสูงขึ้นเป็น 17.7% และคาดกำไรสุทธิที่ 107.4 ล้านบาท +204.7% Y-Y สำหรับปี 2021 กำไรมีแนวโน้มโตต่อเนื่อง 24.3% เป็น 133.6 ล้านบาท จากการใช้กำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นในโรงงานเฟส 2 บวกกับการขยายกำลังการผลิตในเฟส 3 จะแล้วเสร็จประมาณกลางปี 2021 ซึ่งจะทำให้กำลังการผลิตเพิ่มเป็น 130,000 ตันต่อปี ร่วมกับการขยายช่องทางการจำหน่าย รุกตลาด Retail และ Online ซึ่งเป็นตลาดที่มีมาร์จิ้นดี เพิ่มขึ้น

**ฐานะทางการเงินอยู่ในเกณฑ์ดี**

ZIGA ได้รับเงินจาก IPO 455 ล้านบาทในปี 2017 นำไปซื้อที่ดิน 28 ไร่เพื่อสร้างโรงงานและซื้อเครื่องจักรใหม่ และใช้เงินครบในปี 2019 หนี้สินส่วนใหญ่เป็นสัญญาทรัสต์รีซีทซึ่งเป็นวงเงินเพื่อใช้ในการซื้อเหล็กม้วนซึ่งเป็นวัตถุดิบหลัก จากต่างประเทศ และเงินกู้ระยะยาวราว 200 ล้านบาทสำหรับการขยายกำลังการผลิตและใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน บริษัทมีอัตราส่วน Net D/E ต่ำกว่า 1 เท่าตั้งแต่เข้าตลาดฯ และ ณ สิ้น 2Q20 อยู่ที่ 0.3 เท่า

**ประเมินราคาเป้าหมายปี 2020 ที่ 2.70 บาท แนะนำซื้อ**




จากประมาณการ EPS ปี 2020 ที่ 0.21 บาท อิง PE 13 เท่า เท่ากับค่าเฉลี่ยของกลุ่มผู้ผลิตท่อเหล็ก ได้ราคาเป้าหมาย 2.70 บาท ทั้งนี้ อัตรากำไรของ ZIGA รวมถึงอัตราส่วน Net D/E ดีกว่าผู้ผลิตท่อเหล็กแทบทุกราย ยกเว้น ARROW เราคาดว่าแนวโน้ม Gross margin และ Net margin ของ ZIGA จะยิ่งดีขึ้นตั้งแต่ 3Q20 เป็นต้นไปหลังการขยายกำลังการผลิตและขยายช่องทางการขาย นอกจากนี้ ZIGA ได้ซื้อหุ้นคืนแล้ว 22.8 ล้านหุ้น หรือ 4.4% ของทุนชำระแล้ว แต่เรายังคำนวณโดยอิงจากจำนวนหุ้น 520 ล้านหุ้นเนื่องจากบริษัทยังไม่ได้ลดทุนจดทะเบียนโดยการตัดหุ้นดังกล่าวออก ราคาเป้าหมายของเราจึงอาจมี upside เล็กน้อยหากบริษัทลดทุน

**Peers comparison**

	Gross margin (%)		Net margin (%)		Net D/E (x)	ROA	ROE	Cash cycle (day)
	2019	1H20	2019	1H20	2Q20	2019	2019	2019
AMC	4.0%	5.2%	2.7%	1.7%	0.6	7.1%	4.3%	94
ARROW	25.6%	29.5%	14.2%	14.4%	0.5	17.1%	13.1%	221
PAP	4.6%	7.4%	0.8%	1.4%	0.7	2.9%	1.6	13
PERM	2.2%	4.6%	-3.4%	-2.9%	1.8	-13.9%	-4.0	
SAM	-0.3%	2.7%	-5.1%	-1.9%	1.1	-10.9%	-4.9%	99
<b>Average</b>	<b>7.2%</b>	<b>9.9%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.5%</b>	<b>0.9</b>	<b>0.5%</b>	<b>2.0%</b>	
ZIGA	9.9%	15.4%	4.6%	7.8%	0.3	1.6%	1.0%	106

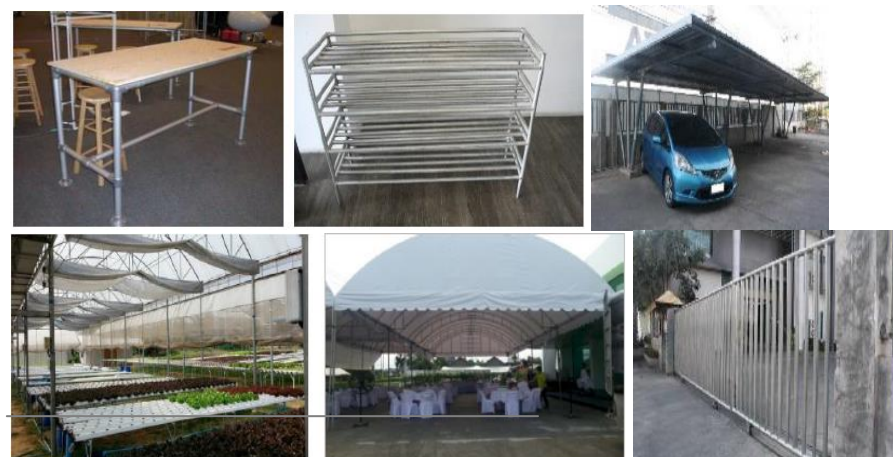
Source: SET, Finansia Research

**สินค้าของบริษัท: ท่อเหล็กโครงสร้าง Pre-zinc แบรินด์ ZIGA**

ประเภท	ความหนา	ขนาด	การใช้งาน
	บาง	½ - 2 นิ้ว	เหมาะสำหรับงานที่ต้องรับน้ำหนัก เช่น ราวบันได รั้ว เป็นต้น
	ปานกลาง	½ - 4 นิ้ว	เหมาะกับงานที่มีการรับน้ำหนักพอสมควร เช่น เตินท์ นั่งร้าน เฟอร์นิเจอร์ต่างๆ เป็นต้น
	หนา	½ - 5 นิ้ว	เหมาะกับงานโครงสร้างที่ต้องการความแข็งแรงเป็นพิเศษ หรือต้องทนทานต่อแรงดัน เช่น คอกเลี้ยงสัตว์ ท่อน้ำ โรงเพาะชำ เป็นต้น

Source: ZIGA

**รูปแบบการใช้งาน เช่นเฟอร์นิเจอร์ หลังคา โรงเพาะชำ เตินท์ รั้ว เป็นต้น**



Source: ZIGA

**ท่อเหล็กร้อยสายไฟ Pre-zinc แบรินด์ DAIWA**

ประเภท	ความหนา	ขนาด	การใช้งาน
	ท่อตรงชนิดบาง	½ - 2 นิ้ว	เหมาะสำหรับงานภายในอาคาร
	ท่อตรงชนิดหนานปานกลาง	½ - 4 นิ้ว	เหมาะสำหรับงานภายนอกอาคาร
	ท่อตรงชนิดหนา	½ - 6 นิ้ว	สามารถฝังดินหรือพันคอนกรีตได้
	ท่อโค้ง	½ - 4 นิ้ว	สำหรับการเดินท่อเข้ามุม
	ข้อต่อ	½ - 5 นิ้ว	สำหรับต่อท่อเข้าด้วยกันในกรณีที่ดินท่อเป็นระยะทางยาวกว่าความยาวท่อ

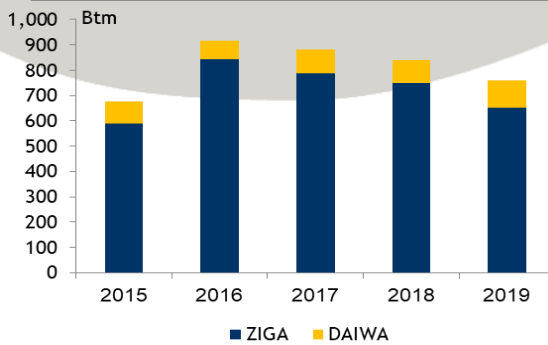
Source: ZIGA

**รูปแบบการใช้งานของท่อเหล็กร้อยสายไฟ**



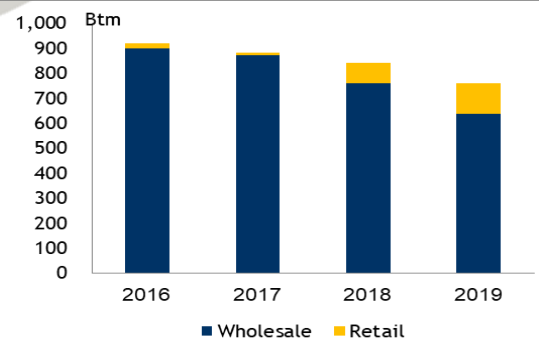
Source: ZIGA

**โครงสร้างรายได้แยกตามผลิตภัณฑ์**



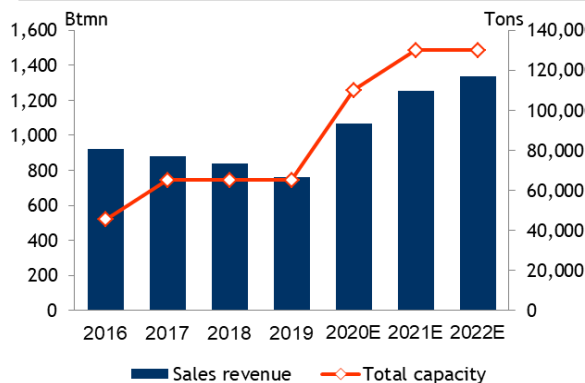
Source: ZIGA

**รายได้แบ่งตามช่องทางการจัดจำหน่าย**



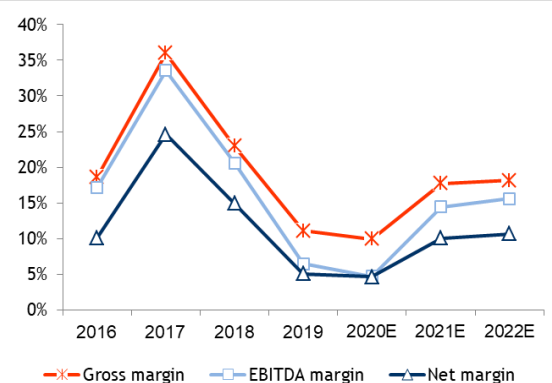
Source: ZIGA

**กำลังการผลิตและรายได้**



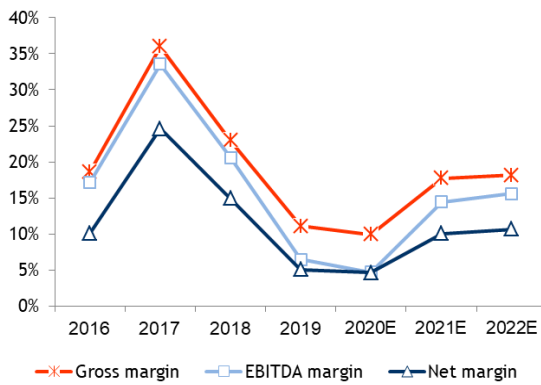
Source: ZIGA, Finansia Research

**อัตรากำไร**



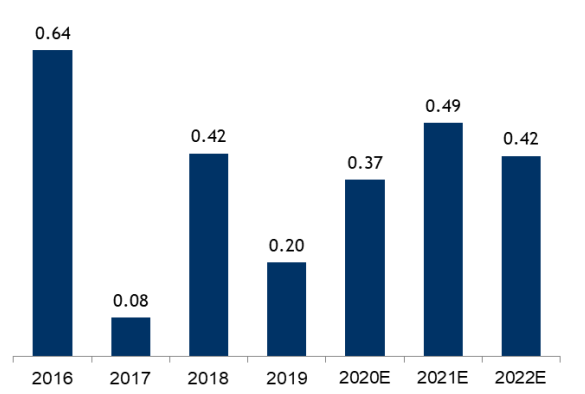
Source: ZIGA, Finansia Research

**ROA และ ROE**



Source: ZIGA, Finansia Research

**Net D/E**



Source: ZIGA, Finansia Research

### ปัจจัยความเสี่ยงที่สำคัญ

**ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ** เหล็กชุบสังกะสีเป็นวัตถุดิบหลักในการผลิต และมีราคาผันผวนตามราคาตลาดโลก ซึ่งอาจกระทบประมาณการของบริษัทหากไม่สามารถปรับราคาขายได้

**ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน** ZIGA นำเข้าเหล็กชุบสังกะสีจากต่างประเทศ (จีน) เป็นเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐ และขายในประเทศเป็นเงินบาท 100% หากอัตราแลกเปลี่ยนผันผวนมาก จะกระทบต้นทุนและความสามารถในการทำกำไรของบริษัท

**ความเสี่ยงจากมาตรการตอบโต้ทางการค้าของภาครัฐ** หากภาครัฐเปิดประกาศใต้อนวนการทุ่มตลาดสินค้าเหล็กแผ่นรีดเย็นเคลือบสังกะสีเพื่อตอบโต้การทุ่มตลาด (Anti-Dumping) เพื่อปกป้องอุตสาหกรรมภายในประเทศ การขึ้นภาษีดังกล่าวจะทำให้ต้นทุนเหล็กชุบสังกะสีเพิ่มสูงขึ้น

**ความเสี่ยงจากการเข้ามาของกลุ่มรายใหม่** หากอุตสาหกรรมขยายตัวได้ดี มีอัตรากำไรสูง มีโอกาสที่จะมีผู้ประกอบการรายใหม่เข้ามาในตลาด Pre-zinc ได้ตลอดเวลา บริษัทต้องรักษามาตรฐานของสินค้า และสร้างแบรนด์ของสินค้าให้เป็นที่ยอมรับและไว้วางใจจากลูกค้า รวมถึงสร้างความเข้าใจในสินค้าเพื่อให้ขยายตลาดผู้ใช้ได้มากขึ้น

**Income Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	841	760	1,069	1,254	1,337
Cost of sales	748	685	880	1,026	1,094
Gross profit	93	75	189	228	243
SG&A	64	56	58	64	66
Operating profit	29	20	132	164	177
Other income	11	12	19	19	19
EBIT	40	31	151	182	196
EBITDA	54	35	154	196	211
Interest expense	8	12	17	15	14
Tax on income	9	7	27	33	36
Earnings after tax	24	12	107	134	146
Minority interest	0	0	0	0	0
Normalized earnings	24	12	107	134	146
Extraordinary items	19	22	0	0	0
Net profit	43	35	107	134	146

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Net profit	43	35	107	134	146
Depre. & amortization	23	14	22	32	34
Change in working capital	-3	102	-46	-32	-22
Other adjustments	17	22	-31	-39	16
Cash flow from operations	80	174	53	94	174
Capital expenditure	-295	-62	-62	-75	-80
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from investing	-295	-62	-62	-75	-80
Free cash flow	-215	112	-8	19	94
Net borrowings	6	71	163	-21	-11
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	-68	-42	-54	-67	-73
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	-61	29	109	-88	-84
Net change in cash	-276	141	100	-69	10

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Cash	118	258	359	289	299
S-T Investment	0	0	0	0	0
Accounts receivable	105	89	144	172	180
Inventory	428	227	277	309	300
Other current assets	14	3	5	6	7
Total current assets	665	577	785	777	785
PPE	516	571	600	621	622
Other assets	14	10	20	21	21
Total assets	1,195	1,159	1,405	1,418	1,428
Short-term loans	0	0	0	0	0
Accounts payable	253	99	280	280	275
Current maturities	20	64	62	62	61
Other current liabilities	6	5	13	15	13
Total current liabilities	418	206	457	477	476
Long-term debt	11	194	167	140	113
Long-term lease	5	3	13	13	13
Other non-current liab.	5	3	3	4	4
Total non-current liab.	20	200	183	156	130
Total liabilities	438	406	640	633	606
Registered capital	260	260	260	260	260
Paid up capital	260	260	260	260	260
Share premium	415	415	415	415	415
Legal reserve	24	26	26	26	26
Retained earnings	59	53	80	101	138
Minority Interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	757	753	764	759	796

**Important Ratios (Consolidated)**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>Growth (%)</b>					
Revenue	-4.7	-9.6	40.7	17.2	6.7
EBITDA	-70.3	-34.3	334.2	27.0	8.0
Net profit	-67.7	-17.2	204.7	24.3	9.2
Normalized earnings	-80.5	-49.7	806.5	24.3	9.2
<b>Profitability (%)</b>					
Gross profit margin	11.1	9.9	17.7	18.2	18.2
EBITDA margin	6.4	4.7	14.4	15.6	15.8
EBIT margin	3.5	2.6	12.3	13.1	13.3
Normalized profit margin	2.8	1.6	10.0	10.7	10.9
Net profit margin	5.1	4.6	10.0	10.7	10.9
Normalized ROA	2.0	1.0	7.6	9.4	10.2
Normalized ROE	3.1	1.6	14.1	17.0	17.8
Normalized ROCE	3.8	2.1	13.9	17.4	18.6
<b>Risk (x)</b>					
D/E	0.6	0.5	0.8	0.8	0.7
Net D/E	0.4	0.2	0.4	0.4	0.4
Net debt/EBITDA	5.9	4.2	1.8	1.8	1.5
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	0.08	0.07	0.21	0.26	0.28
Normalized EPS	0.08	0.07	0.21	0.26	0.28
EBITDA	0.10	0.07	0.30	0.38	0.41
Book value	1.46	1.45	1.47	1.51	1.58
Dividend	0.08	0.04	0.10	0.13	0.14
Par	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	23.8	27.1	9.2	7.4	6.8
Norm P/E	42.9	80.8	9.2	7.4	6.8
P/BV	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	17.1	27.0	5.6	4.6	4.1
Dividend yield (%)	4.2	2.1	5.4	6.8	7.4

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 02-658-9000, 02-658-9500</p>	<p><b>สำนักงานเอ็ม บี เค ทาวเวอร์</b> ชั้น 15 อาคารเอ็ม บี เค ทาวเวอร์ เลขที่ 444 ถนนพญาไท แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700, 02-680-0777</p>	<p><b>สำนักงานอัลมาลิ่งค์</b> 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999</p>	<p><b>สำนักงานอัมรินทร์ ทาวเวอร์</b> 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-660-5000, 02-264-6000</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 02-878-5999</p>
<p><b>สาขา บางกระบือ</b> 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545</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 02-740-7100</p>	<p><b>สาขา สีลม 1</b> 130-132 อาคารสีลม ทรทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p>	<p><b>สาขา เคียนทรวง (สีลม 2)</b> 140/1 อาคารเคียนทรวง 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717</p>	<p><b>สาขา แจ้งวัฒนะ</b> 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193</p>
<p><b>สาขา ประชาชื่น</b> 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130</p>	<p><b>สาขา รังสิต</b> 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180</p>	<p><b>สาขา รัตนาธิเบศร์</b> 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300</p>		
<p><b>สาขา ขอนแก่น</b> 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925</p>	<p><b>สาขา อุดรธานี</b> 197/29, 213/3 ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589</p>	<p><b>สาขา เชียงใหม่ 2</b> 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-909</p>	<p><b>สาขา เชียงราย</b> 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120</p>	<p><b>สาขา แม่สาย</b> 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599</p>
<p><b>สาขา นครราชสีมา</b> 198/1 ต.ระดมอรยา ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323</p>	<p><b>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต</b> 22/18 ถ.หลวงพ่อดจลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499</p>	<p><b>สาขา หาดใหญ่</b> 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777</p>	<p><b>สาขา ตรัง</b> 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219</p>	<p><b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b> 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595</p>
<p><b>สาขา บิดดาณี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.รุดสมิแล อ.เมือง จ.บิดดาณี 073-350-140-4</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" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชักชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, 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, TASCOS, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**Thai Institute of Directors Association (IOD) – Corporate Governance Report Rating 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 เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)**

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2562 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 30 พฤศจิกายน 2561) มี 2 กลุ่ม คือ
  - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
  - ได้รับการรับรอง CAC