

# IRC (IRC TB)

## BUY

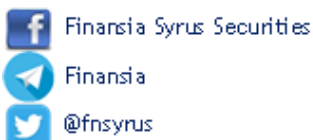
## บมจ. อีโนเว รับเบอร์ (ประเทศไทย)

Previous	BUY
<b>2021 Target Price (Bt)</b>	<b>24.00</b>
Price (23/04/2021)	16.80
up/downside (%)	+42.9
SET Index	1,553.59
Sector	Auto
Foreign limit/actual (%)	49.00/37.27
Free float (%)	23.63
Market cap (Bt m)	3,360.00
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	1.25
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	17.50, 14.00, 16.09
IOD 2020	4
THAI CAC	Declared

Consolidated earnings				
BT (mn) - Ended Sep	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	4,364	4,957	5,489	5,930
Normalized profit	219	388	408	441
Net profit	219	388	408	441
EPS (Bt) - norm	1.10	1.94	2.04	2.21
EPS (Bt)- reported	1.12	1.94	2.04	2.21
% growth y-y	34.9	73.1	5.2	8.1
Dividend/share (Bt)	0.57	0.98	1.03	1.11
BV/share (Bt)	17.74	18.70	19.71	20.81
EV/EBITDA (x)	4.0	3.0	2.9	2.7
PER (x) - norm	15.3	8.7	8.2	7.6
PER (x)	15.0	8.7	8.2	7.6
PBV (x)	0.9	0.9	0.9	0.8
Dividend yield (%)	3.4	5.8	6.1	6.6
Norm ROE (%)	6.2	10.4	10.4	10.6
YE No. of shares (million)	200	200	200	200
Par (Bt)	1.00	1.00	1.00	1.00

Source: Company data, Finansia estimates

Analyst: Jitra Amornthum  
 Register No.: 014530  
 Tel.: +662 646 9966  
 email: jitraa@fnsyrus.com  
 www.fnsyrus.com



### คาดการณ์ 2Q21 +32.3% Y-Y สูงสุดใน 17 ไตรมาส

เรคาดการณ์กำไร 2Q21 (ม.ค.-มี.ค. 2021) สดใสทำจุดสูงสุดในรอบ 17 ไตรมาสที่ 131.6 ล้านบาท +8.6% Q-Q, +32.3% Y-Y จากยอดขายรถมอเตอร์ไซค์ในประเทศไทยที่เพิ่มขึ้นอย่างแข็งแกร่ง แม้ว่าต้นทุนวัตถุดิบจะสูงขึ้นแต่ Economy of scales ก็ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นยังขยับขึ้นจากไตรมาสก่อนได้ และในไตรมาสนี้ยังได้รับเงินปันผลจากบริษัทร่วม แนวโน้มกำไร 1H21 ที่ดีเกินคาดทำให้เราปรับประมาณการกำไรปี 2021-2023 ขึ้นอีกครั้งเป็นเติบโต 77.0%, 5.2% 8.1% ตามลำดับ จากปรับเพิ่มอัตรากำไรขั้นต้น กำไรในช่วง 3 ปีข้างหน้า (ปี 2021-2023) คาดโตเฉลี่ย 26.3% CAGR สูงกว่าเดิมที่ 23.1% CAGR ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 24 บาทจากเดิม 22.00 บาท ปัจจุบันหุ้นซื้อขายที่ PE เพียง 8.7 เท่า PBV 0.9 เท่า และ EV/EBITDA เพียง 3.0 เท่า ฐานะการเงินแข็งแกร่ง ปลอดภัย มีเงินสดในมือเท่ากับ 4.52 บาทต่อหุ้น ยังคงแนะนำซื้อ

### คาดการณ์สุทธิ 2Q21 +8.6% Q-Q, +32.3% Y-Y สูงสุดในรอบ 17 ไตรมาส

เรคาดการณ์กำไรสุทธิ 2Q21 (ม.ค.-มี.ค. 2021) สดใส 131.6 ล้านบาทเป็นสถิติสูงสุดในรอบ 17 ไตรมาสต่อเนื่องจากไตรมาสก่อน +8.6% Q-Q, +32.3% Y-Y จากยอดขายในประเทศไทยที่ยังคงมีแนวโน้มแข็งแกร่ง การที่ยอดขายรถมอเตอร์ไซค์ในช่วง 2M21 เพิ่มขึ้นเพียง 2.8% Y-Y ส่วนยอดขายลดลง 6.4% Y-Y เพราะในช่วงต้นปี 2020 สถานการณ์ COVID-19 ยังไม่รุนแรง แต่หากเทียบกับในช่วงเดือน ต.ค.-ธ.ค. 2020 พบว่ายอดขายในช่วง 2 เดือนแรกของปีนี้มีสัดส่วนถึง 71.8% เมื่อรวมกับยอดขายรถมอเตอร์ไซค์ในงาน Motor Show เดือน มี.ค. 2021 อีกราว 5 พันคัน มีโอกาสที่ยอดขายรถมอเตอร์ไซค์ในประเทศจะเพิ่มขึ้นราว 7-8% Q-Q รายได้ที่แข็งแกร่ง ประกอบกับการใช้อัตรากำไรการผลิตสูงขึ้น ชดเชยต้นทุนวัตถุดิบที่เพิ่มขึ้นได้และทำให้อัตรากำไรขั้นต้นขยับขึ้นเล็กน้อยเป็น 17.8% จาก 17.6% ใน 1Q21 (ต.ค.-ธ.ค. 2020) และจาก 15.2% ในช่วงเดียวกันปีก่อน ในขณะที่ยังคงควบคุมรายจ่ายอื่นได้เป็นอย่างดี และคงสถานะปลอดภัยนี้เงินกู้ ไม่มีภาระดอกเบี้ยจ่าย จึงมีกำไรสูงดังกล่าว และคาดอัตรากำไรสุทธิต่อรายได้ 9.2% สูงสุดในรอบ 4 ปี

### ปรับกำไรปี 2021-2023 ขึ้นอีกครั้ง เป็นโตสูงเฉลี่ย 26.3% CAGR

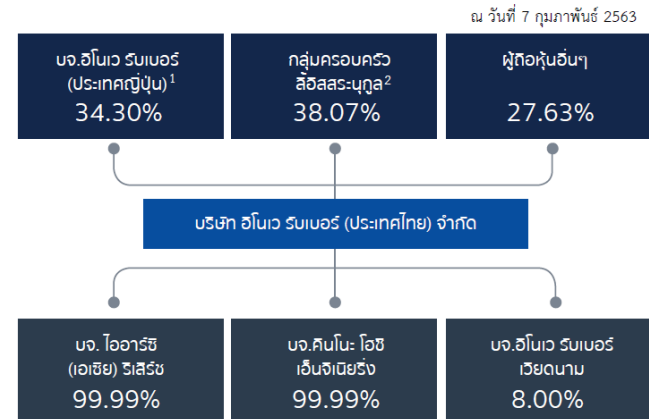
หากกำไรเป็นตามคาด งวด 1H21 จะมีกำไร 252.8 ล้านบาท +58.7% Y-Y และคิดเป็น 81% ของกำไรทั้งปีที่เราประเมินไว้ แม้ว่าโดยปกติ ผลประกอบการ 1H จะสูงกว่า 2H เฉลี่ยประมาณ 60:40 แต่แนวโน้มที่ดีเกินคาดทำให้เราปรับเพิ่มประมาณการอีกครั้ง โดยปรับกำไรปี 2021-2023 (ปีสิ้นสุด ก.ย.) ขึ้น 24.2%, 14.2%, 8.6% ตามลำดับ เป็นเติบโตสูงถึง 77.0%, 5.2%, 8.1% ตามลำดับ จากการปรับเพิ่มอัตรากำไรขั้นต้นในปี 2021 ก่อนข้างมาก แต่ปรับประมาณการปี 2022-2023 เล็กน้อย โดยรวมปัจจัยต้นทุนวัตถุดิบหลักที่ปรับขึ้นไว้แล้ว ประมาณการใหม่ทำให้กำไรในช่วง 3 ปีข้างหน้า (ปี 2021-2023) เติบโตในอัตราเฉลี่ย 26.3% CAGR สูงกว่าประมาณการเดิมที่ 23.1% CAGR

### ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 24.00 บาท แนะนำซื้อ

เราปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 24.00 บาท จากเดิม 22.00 บาท โดยอิง Target PE 13 เท่าหรือ +0.5SD ของค่า PE เฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี ซึ่งเป็นการ re-rate PE ให้ใกล้เคียงกลุ่มมากกว่าเดิม และที่ระดับ PE 13 เท่าเท่ากับปี 2017 ที่บริษัททำกำไรได้กว่า 400 ล้านบาท ขณะที่ในช่วง 1-2 ปีนี้เชื่อว่าบริษัทจะกลับมาทำกำไรได้ 400 ล้านบาทอีกครั้ง ราคาเป้าหมายดังกล่าวคิดเป็น Implied EV/EBITDA ต่ำเพียง 4.8 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มยานยนต์ที่ 6.6 เท่า ราคาหุ้นปัจจุบันที่ 16.80 บาท คิดเป็น 2021PE เพียง 8.7 เท่า EV/EBITDA เพียง 3.0 เท่า รวมถึง PBV เพียง 0.9 เท่า แนะนำซื้อ

**Company Overview**

IRC เป็นบริษัทร่วมทุนไทย-ญี่ปุ่น โดยกลุ่มครอบครัวลีสสระนุกูล ได้ร่วมลงทุนกับบริษัท อีโนเว รับเบอร์ (ประเทศญี่ปุ่น) ก่อตั้งเมื่อวันที่ 15 ธ.ค. 1969 เพื่อประกอบธุรกิจผลิตผลิตภัณฑ์ยางอีลาสโตเมอร์ เพื่อใช้ในอุตสาหกรรมยานยนต์และอุตสาหกรรมอื่นๆ และธุรกิจผลิตยางนอกยางในของรถจักรยานยนต์ที่มีคุณภาพสูงตามมาตรฐานโลก ปัจจุบัน (ก.พ. 2020) กลุ่มครอบครัวลีสสระนุกูลถือหุ้น 38.07% และบริษัท อีโนเว รับเบอร์ (ประเทศญี่ปุ่น) ถือหุ้น 34.30%



IRC มีโรงงาน 2 แห่งตั้งอยู่ที่รังสิต จ.ปทุมธานี และอ.วังน้อย จ.พระนครศรีอยุธยา

IRC มีวิสัยทัศน์มุ่งสู่การเป็นบริษัทชั้นนำที่ขับเคลื่อนด้วยนวัตกรรมของผลิตภัณฑ์ยางอีลาสโตเมอร์และยางล้อที่มีคุณภาพ ใช้เทคโนโลยีเข้ามาช่วยในด้านการผลิต เช่น การใช้ระบบอัตโนมัติในการผลิตสายยางนอก การใช้หุ่นยนต์ในสายการผลิตยางใน นำมาซึ่งการลดการสูญเสียและเพิ่มประสิทธิภาพการผลิต

บริษัทให้ความสำคัญกับการวิจัยพัฒนาคุณภาพของผลิตภัณฑ์ จึงจัดตั้งบริษัทย่อยและบริษัทร่วม 3 บริษัท เพื่อตอบโจทย์ลูกค้าให้ได้มีประสิทธิภาพ ได้แก่

1. บริษัท ไออาร์ซี (เอเชีย) รีเสิร์ช จำกัด
2. บริษัท คินโนะ โซชิ เอ็นจิเนียริง จำกัด
3. บริษัท อีโนเว รับเบอร์ เวียดนาม จำกัด

**Valuation Methodology**

เราปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 24.00 บาท จากเดิม 22.00 บาท โดยอิง Target PE 13 เท่าหรือ +0.5SD ของค่า PE เฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี ซึ่งเป็นการ re-rate PE ให้ใกล้เคียงกลุ่มมากกว่าเดิม และที่ระดับ PE 13 เท่าเท่ากับปี 2017 ที่บริษัททำกำไรได้กว่า 400 ล้านบาท ขณะที่ในช่วง 1-2 ปีนี้เชื่อว่าบริษัทจะกลับมาทำกำไรได้ 400 ล้านบาทอีกครั้ง ราคาเป้าหมายดังกล่าวคิดเป็น Implied EV/EBITDA เพียง 4.8 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มยานยนต์ที่ 6.6 เท่า

**ESG**



**Environment**

- IRC อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ ESG100 ประจำปี 2020 ต่อเนื่องเป็นปีที่ 5 สะท้อนความโดดเด่นในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลอย่างยั่งยืน ในด้านสิ่งแวดล้อม บริษัทใช้ทรัพยากรอย่างรู้คุณค่า ส่งเสริมวัฒนธรรมสีเขียวให้อยู่ในทุกกระบวนการผลิต เช่น Zero waste หรือการจัดการของเสียให้เป็นศูนย์ ผ่านกระบวนการ 3Rs คือ Reduce, Reuse และ Recycle
- บริษัทมีการจัดการน้ำ ไฟฟ้า และของเสียที่ใช้ในองค์กร ลดฝุ่น ลดกลิ่น และความร้อนในบริเวณทำงาน โดยการติดตั้งแผงโซลาร์ ช่วยลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสู่ชั้นบรรยากาศ



**Social**

- IRC ดำเนินโครงการเพื่อสังคมต่างๆ อย่างต่อเนื่อง เช่น “โครงการให้อาชีพ ให้ชีวิต” ที่มุ่งมั่นสร้างคนดีคืนสู่สังคม โดยตลอดระยะเวลา 7 ปี บริษัทได้เข้าไปฝึกอบรมด้านจริยธรรม ทักษะที่ดีในการใช้ชีวิต และการฝึกอาชีพให้แก่ผู้ต้องขังหญิงในทัณฑสถาน และมี “โครงการสหกรณ์กองทุนสวนยางคลองปาง จ.ตลิ่งชัน” ที่บริษัทเข้าไปช่วยเพิ่มมูลค่าให้แก่เกษตรกร ช่วยเหลือเกษตรกรให้มีความเป็นอยู่ที่ดีขึ้น และมี “โครงการพัฒนาห่วงโซ่อุปทาน” เพื่อสนับสนุนนโยบาย Thailand 4.0 มุ่งพัฒนาคุณค่าของบริษัทให้เข้าใจแนวคิดวิธีการใหม่ๆ เพื่อปรับปรุงประสิทธิภาพกระบวนการทำงาน
- นอกจากนี้ ยังรณรงค์ด้านการขับเคลื่อนอย่างปลอดภัยตลอดทั้งปีผ่าน “โครงการขับเคลื่อนความปลอดภัย ไออาร์ซีแคร์” และ “โครงการขับเคลื่อนความปลอดภัยช่วงเทศกาล” เพื่อสร้างความตระหนักเรื่องความปลอดภัยให้ผู้ขับขี่



**Governance**

- โครงสร้างคณะกรรมการบริษัทประกอบด้วยกรรมการไม่น้อยกว่า 5 ท่าน โดยกรรมการไม่น้อยกว่ากึ่งหนึ่งของจำนวนกรรมการทั้งหมดต้องมีถิ่นที่อยู่ในราชอาณาจักร และมีกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมดและอย่างน้อย 3 ท่าน การสรรหาและคัดเลือกกรรมการบริษัท เน้นคุณสมบัติหลากหลายทั้งในด้านทักษะประสบการณ์ และความสามารถเฉพาะด้านที่เป็นประโยชน์ต่อบริษัท
- IRC มุ่งมั่นประกอบธุรกิจด้วยความซื่อสัตย์ สุจริต โปร่งใส และเป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี และส่งเสริมให้บุคลากรทุกระดับมีจิตสำนึกในการต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชัน
- บริษัทให้ความสำคัญเรื่องการใช้ข้อมูลภายในโดยกำหนดแนวทางการปฏิบัติเกี่ยวกับการใช้ข้อมูลภายในและติดตามผลอย่างสม่ำเสมอ โดยรวบรวมอยู่ในคู่มือจรรยาบรรณธุรกิจ/จรรยาบรรณกรรมการและพนักงานตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี

**2Q21E Earnings Preview**

(Bt mn)	2Q21E (Jan-Mar21)	1Q20 (Oct-Dec20)	%Q-Q	2Q20 (Jan-Mar20)	%Y-Y
Revenue	1,433	1,329	7.8	1,295	10.6
Cost of goods sold	1,178	1,095	7.6	1,098	7.2
Gross profit	255	234	8.8	197	29.6
SG&A expense	105	97	7.8	106	-1.1
EBIT	164	150	9.4	123	33.8
Interest expense	0	0	0.0	0	0.0
Net profit	131	121	8.6	99	32.3
EPS (Bt/share)	0.66	0.63	4.4	0.50	31.6
Gross margin %	17.8	17.6	0.2	15.2	2.6
EBITDA margin %	17.8	18.1	-0.3	16.2	1.6
Net margin %	9.2	9.1	0.1	7.7	1.5

ที่มา: Finansia estimates

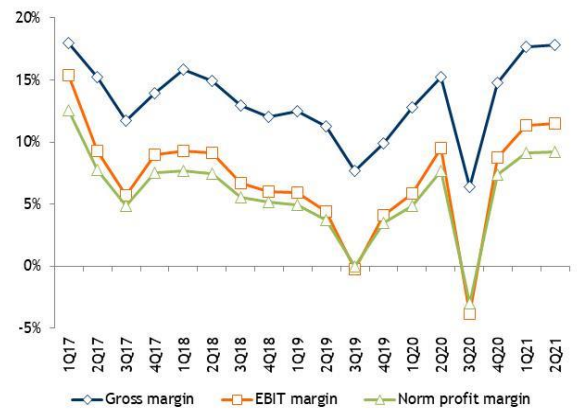
**คาดการณ์รายได้จากการขาย**



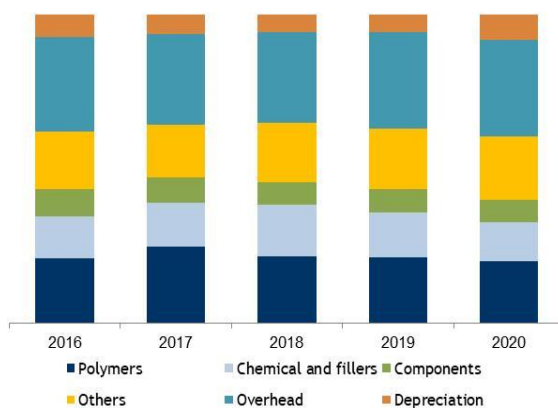
หมายเหตุ: รอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดเดือนกันยายน

ที่มา: Finansia estimates

**คาดการณ์อัตรากำไร**



**สัดส่วนต้นทุนวัตถุดิบสำคัญ**



หมายเหตุ: รอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดเดือนกันยายน

ที่มา: Finansia estimates

**คาดการณ์กำไรปกติและ Norm profit margin**

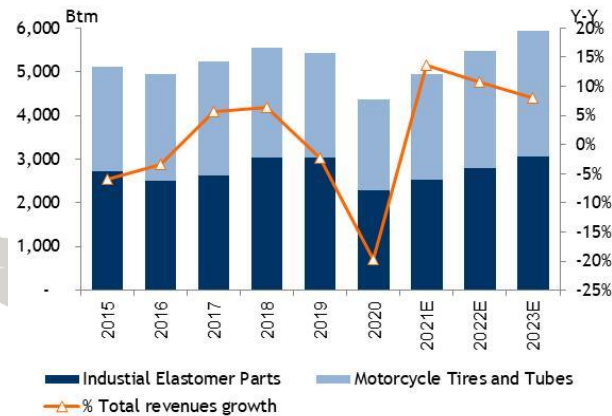


**การปรับสมมติฐานผลประกอบการปี 2021-2023**

(Btm)- End Sep	2021E			2022E			2023E		
	Old	New	%chg.	Old	New	%chg.	Old	New	%chg.
Revenue	4,899	4,957	1.2	5,412	5,488	1.4	5,968	5,929	-0.6
Cost of sales	4,176	4,164	-0.3	4,600	4,643	0.9	5,066	5,008	3.2
Gross profit	723	793	9.7	812	846	4.2	903	922	2.1
Gross margin (%)	14.8	16.0	1.2	15.0	15.4	0.4	15.1	15.6	0.5
SG&A expense	405	387	-4.4	438	412	-5.9	468	445	-4.9
SG&A to sales (%)	8.3	7.8	-0.5	8.1	7.5	-0.6	7.9	7.5	-0.4
EBIT	391	485	24.0	447	510	14.1	511	551	7.8
EBIT margin (%)	8.0	9.8	1.8	8.3	9.3	1.0	8.6	9.3	0.7
Interest expense	0	0	0.0	0	0	0.0	0	0	0.0
Tax	78	97	24.4	89	102	14.6	102	110	7.8
Net profit	312	388	24.4	357	408	14.3	408	441	8.1
Net margin (%)	6.4	7.8	1.4	6.6	7.4	0.8	6.8	7.4	0.6
Net profit growth (%)	42.6	77.0	34.4	14.4	52	-9.2	14.3	8.1	-6.2

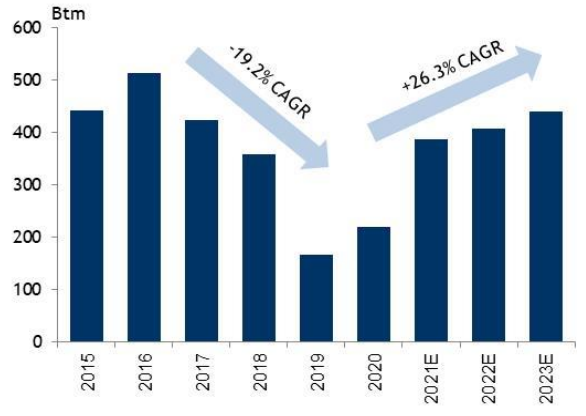
ที่มา: Finansia estimates

**คาดการณ์รายได้ปี 2021-2023**

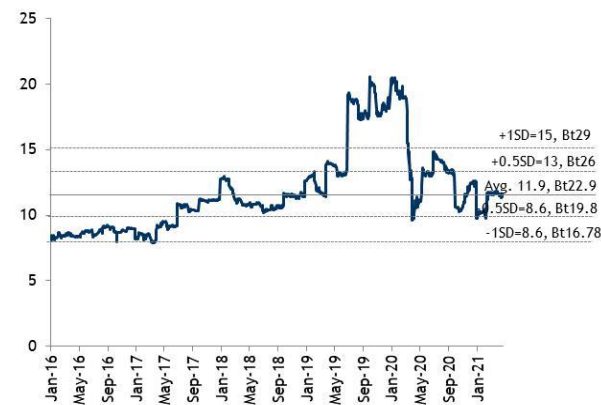


ที่มา: Finansia estimates

**คาดการณ์กำไรปกติปี 2021-2023**

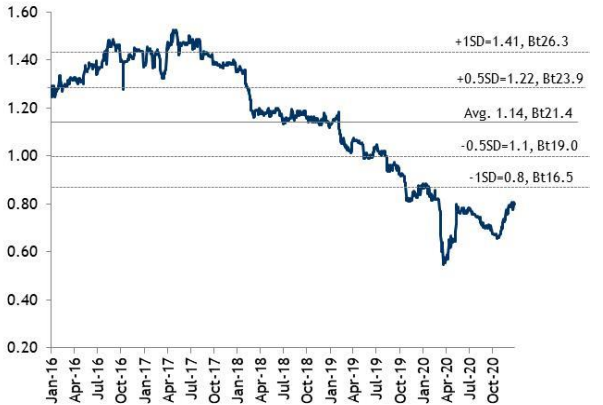


**5-Year PE**



ที่มา: Bloomberg

**5-Year PBV**



## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

### ความเสี่ยงด้านการปฏิบัติการ

การเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยีอย่างรวดเร็ว หากบริษัทปรับตัวตามไม่ทัน อาจมีความเสี่ยงด้าน Operational risk อย่างไรก็ดีตาม บริษัทได้ปรับปรุงกระบวนการผลิตให้เป็น Smart factory และระบบ Business Intelligence (BI) รวมถึง Total Productive Management (TPM) เข้ามาพัฒนาเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพ ลดต้นทุน และลดส่วนสูญเสียในกระบวนการผลิต รักษามาตรฐานด้านคุณภาพในการผลิต ตลอดจนป้องกันปัญหาจากการผลิตที่จะไปกระทบสิ่งแวดล้อม

### ความเสี่ยงจากเศรษฐกิจที่ชะลอตัว

รถจักรยานยนต์เป็นตลาดหลักของบริษัทและมีความอ่อนไหวต่อเศรษฐกิจในประเทศสูง เพราะต้องพึ่งพากำลังซื้อของผู้บริโภคที่มีรายได้กลางถึงน้อย ในปี 2020 จนถึงปัจจุบันที่เกิดการแพร่ระบาดของ COVID-19 ส่งผลให้เศรษฐกิจในประเทศทรุดลง ประชาชนมีความระมัดระวังในการใช้จ่าย สถาบันการเงินเพิ่มความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อ ทั้งนี้เพื่อลดผลกระทบและกระจายความเสี่ยง บริษัทแบ่งกลุ่มตลาดเป็น 3 ส่วนหลักคือ กลุ่มโรงงานผู้ผลิตรถจักรยานยนต์ (OEM) ตลาดทดแทน (Replacement market) และตลาดต่างประเทศ

### ความเสี่ยงจากอุตสาหกรรมที่อาจถูก Disrupt จากยานยนต์ไฟฟ้า (EV)

สถาบันยานยนต์ (Thailand Automotive Institute - TAI) ได้คาดการณ์ว่ารถยนต์ไฟฟ้าจะครองตลาดรถยนต์หนึ่งส่วนบุคคลภายใน 15-20 ปีข้างหน้า ขณะที่ยอดขายรถยนต์หนึ่งส่วนบุคคลแบบดั้งเดิมจะลดลง ทั้งนี้ บริษัทได้เร่งพัฒนาผลิตภัณฑ์ สร้างมูลค่าเพิ่ม คิดค้นผลิตภัณฑ์ใหม่ รวมถึงขึ้นส่วนยานยนต์ไฟฟ้า เช่น ยางสำหรับ seal ร่องกระจก รวมถึงผลิตภัณฑ์อื่น เช่น ฟันในอาคารหรือตึกสูง และชิ้นส่วนยางที่ใช้ในอุตสาหกรรมก่อสร้าง เป็นต้น

**Income Statement (Consolidated)**

(Bt mn) - End Sep	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	5,430	4,364	4,957	5,489	5,930
Cost of sales	4,866	3,799	4,164	4,643	5,008
Gross profit	564	565	793	846	922
SG&A	419	371	387	412	445
Operating profit	145	195	406	434	477
Other income	52	48	51	52	52
EBIT	197	264	485	510	551
EBITDA	515	615	816	834	870
Interest charge	0	0	0	0	0
Tax on income	0	0	0	0	0
Earnings after tax	30	45	97	102	110
Minority interest	0	0	0	0	0
Normalized earnings	237	219	388	408	441
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	167	219	388	408	441

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

(Bt mn) - End Sep	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Profit before tax	197	264	485	510	551
Deprec. & amortization	319	351	331	324	319
Change in working capital	-38	-31	-188	-157	-176
Other adjustments	-87	-4	-94	-131	-130
Cash flow from operations	390	580	534	546	564
Capital expenditure	-453	-410	-330	-300	-300
Others	19	332	0	0	0
Cash flow from investing	-434	-77	-330	-300	-300
Free cash flow	-44	503	204	246	264
Net borrowings	0	0	0	0	0
Equity capital raised	0	-114	0	0	0
Dividends paid	-179	-83	-196	-206	-223
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	-179	-197	-196	-206	-223
Net change in cash	-224	306	8	40	41

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt mn) - End Sep	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	599	905	913	952	994
Accounts receivable	1,012	817	951	1,038	1,105
Inventory	568	459	491	560	617
Other current assets	11	6	10	11	12
Total current assets	2,626	2,501	2,678	2,874	3,042
Investments	297	110	110	110	110
PPE	1,804	1,818	1,836	1,896	1,966
Other assets	19	34	18	20	21
Total assets	4,849	4,589	4,767	5,025	5,264
Short-term loans	0	0	0	0	0
Accounts payable	991	702	821	878	906
Current maturities	0	0	0	0	0
Other current liabilities	15	11	11	13	14
Total current liabilities	1,007	712	833	890	919
Long-term debt	0	0	0	0	0
Other non-current liab.	261	327	193	192	184
Total non-current liab.	261	327	193	192	184
Total liabilities	1,268	1,040	1,026	1,083	1,103
Registered capital	200	200	200	200	200
Paid up capital	200	200	200	200	200
Share premium	298	298	298	298	298
Legal reserve	20	20	20	20	20
Retained earnings	3,076	3,212	3,404	3,606	3,824
Minority Interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	3,581	3,549	3,741	3,943	4,161

**Important Ratios**

End Sep	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Growth (%)</b>					
Revenue	-2.4	-19.6	13.6	10.7	8.0
EBITDA	-29.7	19.4	32.6	2.2	4.3
Net profit	-53.6	31.5	77.0	5.2	8.1
Normalized earnings	-34.0	-7.4	77.0	5.2	8.1
<b>Profitability (%)</b>					
Gross profit margin	10.4	12.9	16.0	15.4	15.5
EBITDA margin	9.5	14.1	16.5	15.2	14.7
EBIT margin	3.6	6.1	9.8	9.3	9.3
Normalized profit margin	4.4	5.0	7.8	7.4	7.4
Net profit margin	3.1	5.0	7.8	7.4	7.4
Normalized ROA	4.9	4.8	8.1	8.1	8.4
Normalized ROE	6.6	6.2	10.4	10.4	10.6
Normalized ROCE	5.1	6.8	12.3	12.3	12.7
<b>Risk (x)</b>					
D/E	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Net D/E	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Net debt/EBITDA	-1.2	-1.5	-1.1	-1.1	-1.1
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	0.83	1.12	1.94	2.04	2.21
Normalized EPS	1.18	1.10	1.94	2.04	2.21
EBITDA	2.57	3.08	4.08	4.17	4.35
Book value	17.91	17.74	18.70	19.71	20.81
Dividend	0.42	0.57	0.98	1.03	1.11
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	14.2	15.3	8.7	8.2	7.6
Norm P/E	14.2	15.3	8.7	8.2	7.6
P/BV	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.4	4.0	3.0	2.9	2.7
Dividend yield (%)	2.5	3.4	5.8	6.1	6.6

Source: Company data, FSS research

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

<p><b>สำนักงานใหญ่</b> 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500</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 เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1</b> 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999</p>	<p><b>สาขา บางกระบือ</b> 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ 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 มินท์ ทาวเวอร์</b> ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9 อาคาร มินท์ ทาวเวอร์ เลขที่ 719 ถนนบรมหัตถ์ทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700</p>	<p><b>สาขา สีนธร 1</b> 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p>	<p><b>สาขา เคียนหวน (สินธร 2)</b> 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717</p>	<p><b>สาขา ประชาชื่น</b> 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130</p>
<p><b>สาขา สาทร</b> เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสโกทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร 02-036-4859</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.รัตนธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300</p>	<p><b>สาขา แจ้งวัฒนะ</b> 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ บูตดิเลทที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193</p>	<p><b>สาขา สมุทรสาคร</b> เลขที่ 813/30 ถนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045</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.อุดรชัย ถ. หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589</p>	<p><b>สาขา เชียงใหม่</b> 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-711</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.ระกวมอราย 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.รุสะมีแล 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 ห้ามมิให้ผู้อื่นนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ 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, LI, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCOS, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) – Corporate Governance Report Rating 2020

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

สัญลักษณ์ N/R หมายถึง "ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR"

**IOD (IOD Disclaimer)**

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)**

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2563 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 24 มิถุนายน 2562) มี 2 กลุ่ม คือ
  - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
  - ได้รับการรับรอง CAC