

BUY

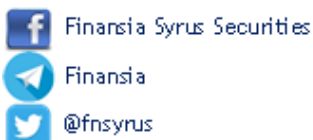
บมจ. อินเตอร์ ฟาร์มา

Previous	HOLD
2021 Target Price (Bt)	27.00
Price (29/04/2021)	23.20
up/downside (%)	+16.4
SET Index	1,590.46
Sector	MAI/Consumer Products
Foreign limit/actual (%)	49.00/1.26
Free float (%)	42.66
Market cap (Bt m)	4,408.40
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	42.86
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	24.60, 9.29, 15.71
IOD 2020	3
THAI CAC	N/A

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	442	775	1,026	1,257
Normalized profit	54	111	149	195
Net profit	54	111	149	195
EPS (Bt) - norm	0.26	0.38	0.52	0.68
EPS (Bt)- reported	0.26	0.38	0.52	0.68
% growth y-y	-7.1	47.4	34.5	31.0
Dividend/share (Bt)	0.22	0.23	0.31	0.41
BV/share (Bt)	2.29	1.90	2.10	2.36
EV/EBITDA (x)	56.8	39.1	29.2	23.2
PER (x) - norm	88.9	60.5	45.0	34.4
PER (x)	89.2	60.5	45.0	34.4
PBV (x)	10.1	12.2	11.1	9.8
Dividend yield (%)	1.0	1.0	1.3	1.7
Norm ROE (%)	11.4	20.2	24.6	28.6
YE No. of shares (million)	206	288	288	288
Par (Bt)	0.50	0.50	0.50	0.50

Source: Company data, Finansia estimates

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



คาดการณ์ 1Q21 +431.6% Q-Q, +73.2% Y-Y

เราคาดกำไร 1Q21 ทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 24.0 ล้านบาท +431.6% Q-Q และ +73.2% Y-Y หลังรวมโรงงาน MP เต็มไตรมาส มีการใช้กำลังการผลิตเต็มที่และปรับปรุงรูปแบบบรรจุภัณฑ์ให้ดูทันสมัย ทำการตลาดต่อเนื่อง ขณะที่ผลิตภัณฑ์ Probac Fit และ PreBO ของ IP ที่ทุ่มโฆษณาในไตรมาสก่อน เห็นผลและเป็นหนึ่งในผลิตภัณฑ์ที่เป็นพระเอกในไตรมาสนี้ บวกกับการปรับรูปแบบการโฆษณาให้ใช้เงินจำนวนน้อยลงแต่มีประสิทธิผลมากขึ้น แนวโน้มกำไรจะเร่งตัวมากขึ้นใน 2H21 จากทั้ง MP และการรวมโรงงาน Teva ใน 4Q21 เราปรับประมาณการกำไรปี 2021 ขึ้น 23.4% เป็นเติบโต 105.6% Y-Y และปรับเพิ่มกำไรปี 2022-2025 ขึ้นเฉลี่ยปีละ 12.8% ทำให้กำไรปี 2021-2025 โตสูงเฉลี่ย 40.3% CAGR เพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 27 บาท (DCF, WACC 9.0%, TG 4.0%) แม้จะคิดเป็น Implied PE สูงถึง 70.4 เท่าในปี 2021 แต่การรวมสองโรงงานเต็มปีในปี 2022 และการเติบโตอย่างรวดเร็ว ทำให้ Implied PE ลดลงเป็น 52.4 เท่า และ 39.8 เท่าในช่วง 2 ปีข้างหน้า เพิ่มคำแนะนำเป็นซื้อ จากเดิมถือ

คาดการณ์ 1Q21 นิวไฮ +431.6% Q-Q, +73.2% Y-Y เป็น 24.0 ล้านบาท

เราคาดกำไรสุทธิ 1Q21 ทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 24.0 ล้านบาท +431.6% Q-Q, +73.2% Y-Y หลังจากรวมกิจการของโรงงาน Modern Pharma (MP) เต็มไตรมาสเป็นไตรมาสแรก เข้าไปปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิต ทำการตลาดมากขึ้น รีแบรนด์ผลิตภัณฑ์ และปรับปรุงรูปแบบบรรจุภัณฑ์ให้ดูทันสมัย ประกอบกับผลิตภัณฑ์ Probac Fit Series และ PreBO ของ IP ซึ่งมีการใช้จ่ายด้านโฆษณาเป็นจำนวนมากในไตรมาสมา ผ่านมา เห็นผล ถือเป็นหนึ่งในผลิตภัณฑ์ที่เป็นพระเอกในไตรมาสนี้ ทำให้คาดการณ์กำไรรวมขยายตัวสูงถึง +30.7% Q-Q, +82.1% Y-Y เป็น 176.9 ล้านบาท และคาดอัตรากำไรขั้นต้น 57.4% แม้ว่าต่ำกว่าในอดีตที่ระดับ 60% เพราะอัตรากำไรของ MP ต่ำกว่า IP แต่การใช้กำลังการผลิตอย่างเต็มที่ของ MP ก็ช่วยให้อัตรากำไรขั้นต้นดีขึ้นจาก 4Q20 ที่ 54.3% รวมถึงการปรับรูปแบบรายจ่ายด้านโฆษณาผลิตภัณฑ์ให้ลดลงแต่มีประสิทธิผลมากขึ้น จึงส่งผลให้กำไรโตก้าวกระโดด

ปรับประมาณการขึ้นอีกครั้ง คาดกำไร 5 ปีข้างหน้าโตสูงเฉลี่ย 40.3% CAGR

กำไร 1Q21 มีแนวโน้มดีกว่าที่เราเคยประเมิน ขณะที่ 2Q21 อาจทรงตัวก่อนจะเติบโตสูงในช่วง 2H21 จากการเร่งตัวของยอดขายของ MP (ปัจจุบันหลายผลิตภัณฑ์ที่มีการรีแบรนด์และปรับบรรจุภัณฑ์ อยู่ระหว่างการรออนุมัติจาก ออย.) ประกอบกับการรวมกิจการโรงงานผลิตยาของ Teva ที่คาดว่าจะการรับโอนกิจการจะแล้วเสร็จใน 4Q21 จะเข้ามาช่วยเพิ่มรายได้เพราะมาพร้อมกับสัญญาจ้างผลิตยาให้กับ บจ. เทวา ฟาร์มา (ประเทศไทย) จำกัด 3-5 ปีเป็นอย่างน้อย และเนื่องจากทะเบียนยาผูกติดกับตัวโรงงาน การรับจ้างผลิตจึงมีโอกาสมากกว่า 5 ปี เราจึงปรับเพิ่มประมาณการอีกครั้ง โดยปรับกำไรปี 2021 ขึ้น 23.4% เป็น 110.6 ล้านบาท +105.6% Y-Y และปรับเพิ่มกำไรปี 2022-2025 ขึ้นเฉลี่ยปีละ 12.8% ทำให้การเติบโตของกำไรในช่วง 5 ปีข้างหน้า (ปี 2021-2025) คาดเติบโตสูงเฉลี่ย 40.3% CAGR สูงกว่าคาดการณ์เดิมที่ 31% CAGR

ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 27.00 บาท เพิ่มคำแนะนำเป็นซื้อ จากเดิมถือ

เราปรับราคาเป้าหมายปี 2021 ขึ้นเป็น 27.00 บาท จากเดิม 23.00 บาท อิง DCF, WACC 9.0%, TG 4.0% ทั้งนี้ การจ่ายปันผลเป็นหุ้นในอัตรา 2.50 : 1 จะทำให้จำนวนหุ้นเพิ่มขึ้น 40% เมื่อเทียบราคาเป้าหมายใหม่เป็น Implied PE ปี 2021 ที่สูงถึง 70.4 เท่า แต่ด้วยการเติบโตที่รวดเร็วและรับรู้รายได้จากการซื้อโรงงานสองแห่งเต็มปีในปี 2022 จะทำให้ PE ลดลงเหลือ 52.4 เท่าและเหลือ 39.8 เท่าในปี 2023 คิดเป็น PEG เฉลี่ยเพียง 1.15 ในช่วงปี 2021-2023 จึงปรับคำแนะนำขึ้นเป็นซื้อ จากเดิมถือ

Company Overview

IP ดำเนินธุรกิจพัฒนา คิดค้น และจำหน่ายผลิตภัณฑ์สุขภาพและนวัตกรรมความงามสำหรับคน และผลิตภัณฑ์สุขภาพสำหรับสัตว์เลี้ยง และปศุสัตว์ โดยเป็นผลิตภัณฑ์ที่ไม่ใช่อาหารเสริมหรือยา แต่ช่วยดูแลสุขภาพให้แข็งแรง ที่เรียกว่าโภชนบำบัด (Nutraceuticals) ซึ่งได้รับการยอมรับในการนำไปใช้ในโรงพยาบาลเพื่อการป้องกันและรักษาโรคต่างๆ ได้

ผลิตภัณฑ์สำหรับคนที่อยู่ภายใต้แบรนด์ของบริษัทเอง เช่น Prabac 7, Probac 10 Plus, InuFOS, Pure Krill Oil, Astacurmin, Multivitamin และ YUUU เป็นต้น และผลิตภัณฑ์ที่บริษัทเป็นตัวแทนจำหน่าย เช่น TS6-Synbiotic, Perfectha, NABOTA ส่วนผลิตภัณฑ์เสริมอาหารสำหรับสัตว์เลี้ยง (สุนัขและแมว) ภายใต้แบรนด์ของบริษัทย่อย เช่น MARIA และสินค้าที่เป็นตัวแทนจำหน่าย แชมพู MALASEB, Dermacare PYOHEX, Dr. Choice, Pet Select, Petinol เป็นต้น

บริษัทเป็นผู้พัฒนาคิดค้นสูตรขึ้นมาเองและว่าจ้างบุคคลภายนอกผลิตให้ ในช่วงปลายปี 2020 IP ได้ขยายการลงทุนไปสู่ธุรกิจต้นน้ำคือการผลิตยา โดยการซื้อกิจการของบริษัท โมเดิร์น ฟาร์มา จำกัด (MP) เพื่อการผลิตเพิ่มยอดขาย ลดต้นทุน และเพิ่มสินค้าใหม่ๆ เข้าสู่ตลาด

Valuation Methodology

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 27.00 บาท อิง DCF, WACC 9.0%, TG 4.0% ทั้งนี้ การจ่ายปันผลเป็นหุ้นในอัตรา 2.50 : 1 จะทำให้จำนวนหุ้นเพิ่มขึ้น 40% (คาดลูกหุ้นเริ่มซื้อขายในเดือน พ.ค. 2021) และเมื่อเทียบราคาเป้าหมายใหม่จะเป็น Implied PE ปี 2021 ที่สูงถึง 70.4 เท่า แต่ด้วยการเติบโตที่รวดเร็วและรับรู้รายได้จากการซื้อโรงงานสองแห่งเต็มปีในปี 2022 จะทำให้ PE ลดลงเหลือ 52.4 เท่าและเหลือ 39.8 เท่าในปี 2023 คิดเป็น PEG เฉลี่ยเพียง 1.15 ในช่วงปี 2021-2023

ESG

Environment

- IP มุ่งพัฒนาสินค้าที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม รวมถึงถ่ายทอดความรู้ด้านสิ่งแวดล้อมและการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอย่างต่อเนื่อง
- ผลิตภัณฑ์ของ IP ผลิตจากโรงงานที่ได้มาตรฐานและเป็นผลิตภัณฑ์ที่ได้รับการขึ้นทะเบียนจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้องทุกผลิตภัณฑ์ สำหรับผลิตภัณฑ์ที่สั่งซื้อหรือสั่งผลิตจากต่างประเทศ จะขออนุญาตหรือขึ้นทะเบียนจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้องเช่น อย. หรือกรมปศุสัตว์

Social

- IP มุ่งพัฒนาสินค้าที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม รวมถึงถ่ายทอดความรู้ด้านสิ่งแวดล้อมและการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอย่างต่อเนื่อง
- ผลิตภัณฑ์ของ IP ผลิตจากโรงงานที่ได้มาตรฐานและเป็นผลิตภัณฑ์ที่ได้รับการขึ้นทะเบียนจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้องทุกผลิตภัณฑ์ สำหรับผลิตภัณฑ์ที่สั่งซื้อหรือสั่งผลิตจากต่างประเทศ จะขออนุญาตหรือขึ้นทะเบียนจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้องเช่น อย. หรือกรมปศุสัตว์

Governance

- โครงสร้างกรรมการบริษัทมี 7 คน มีกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 3 คน และกรรมการอิสระ 4 คน สัดส่วนของกรรมการอิสระมีมากกว่ากึ่งหนึ่งของจำนวนกรรมการทั้งหมดเพื่อให้เกิดการถ่วงดุลในการออกเสียงในการพิจารณาเรื่องต่างๆ และสอนทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- IP จัดทำนโยบายต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Policy) เป็นลายลักษณ์อักษรเพื่อเป็นแนวทางปฏิบัติที่ชัดเจนสำหรับพนักงานทุกระดับ และกำหนดให้มีการสอบทานการปฏิบัติอย่างสม่ำเสมอ
- บริษัทห้ามผู้บริหารและพนักงานเรียกร้องหรือรับผลประโยชน์ใดๆ ในรูปเงิน ของขวัญ หรือของมีค่าใดๆ รวมถึงบริการต่างๆ จากคู่ค้า ตัวแทนซื้อขาย หรือคู่แข่งของบริษัท
- IP ให้ความสำคัญในสิทธิพื้นฐานของผู้ถือหุ้น กำหนดให้มีการประชุมสามัญผู้ถือหุ้นปีละครั้ง ในกรณีเร่งด่วนที่กระทบกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น จะเรียกประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นเป็นกรณีไป และเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นมีสิทธิอย่างเท่าเทียมกันในการแสดงความคิดเห็น ให้ข้อเสนอแนะ ก่อนการลงมติในวาระใดๆ

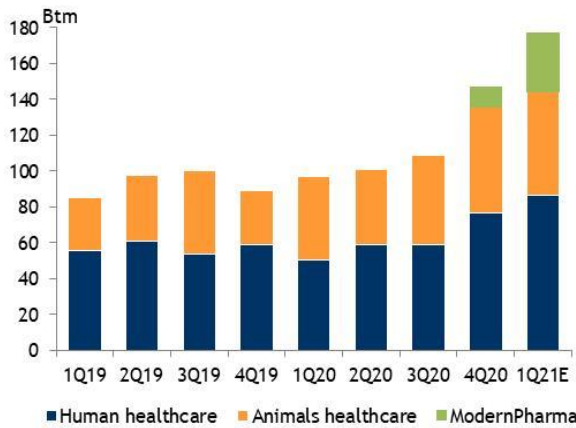
1Q21 Earnings Preview

(Bt mn)	1Q21	4Q20	%Q-Q	1Q20	%Y-Y
Revenue	177	135	30.7	97	82.1
Cost of goods sold	75	62	21.8	36	110.7
Gross profit	101	74	38.1	61	65.4
SG&A expense	71	64	10.8	44	62.3
EBIT	31	10	210.3	19	63.0
Interest expense	1	0.5	57.3	0.2	286.4
Net profit	24	5	431.6	14	73.2
EPS (Bt/share)	0.12	0.02	431.6	0.07	73.2
Gross margin %	57.4	54.3	3.1	63.2	-5.8
SG&A to sales %	41.2	47.5	-7.2	45.2	-4.9
Net margin %	13.6	3.3	10.2	14.3	-0.7

ที่มา: Finansia estimates

รายได้จากการขายรายไตรมาส

กำไรสุทธิและ Net profit margin รายไตรมาส



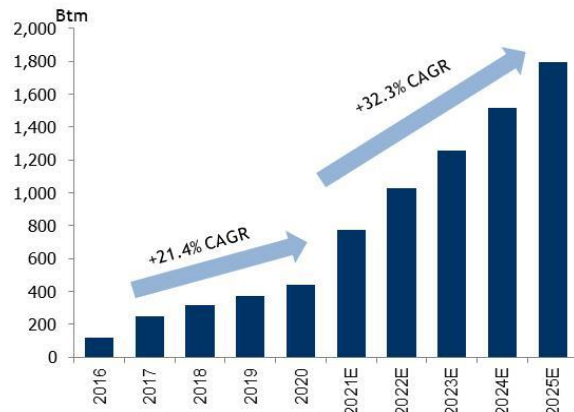
ที่มา: Finansia estimates

การปรับสมมติฐานผลประกอบการปี 2021-2024

(Btm)	2021E			2022E			2023E			2024E		
	Old	New	% chg.	Old	New	% chg.	Old	New	% chg.	Old	New	% chg.
Revenue	715	775	8.4	942	1,026	8.9	1,141	1,257	10.2	1,367	1,519	11.1
Rev growth (%)	61.7	75.2	13.5	31.7	32.4	0.6	21.1	22.6	1.4	19.9	20.8	1.0
Cost of sales	400	395	-1.2	542	526	-3.1	655	636	-2.9	772	765	-1.0
Gross profit	315	379	20.6	399	500	25.2	486	621	27.8	595	754	26.8
Gross margin (%)	44.0	49.0	5.0	42.4	48.7	6.3	42.6	49.4	6.8	43.5	49.7	6.1
SG&A	189	231	21.9	217	294	35.9	251	358	42.8	304	430	41.6
SG&A % to sales	26.5	29.8	3.3	23.0	28.7	5.7	22.0	28.5	6.5	22.2	28.3	6.1
EBIT	129	152	18.4	187	211	12.4	241	269	11.8	298	332	11.6
EBIT margin (%)	18.0	19.7	1.7	19.9	20.5	0.6	21.1	21.4	0.3	21.8	21.9	0.1
Net profit	90	111	23.4	130	149	14.3	172	195	13.0	219	245	12.0
Net margin (%)	12.5	14.3	1.7	13.8	14.5	0.7	15.1	15.5	0.4	16.0	16.1	0.1
Profit growth (%)	66.6	105.6	38.9	45.1	34.5	-10.6	32.5	15.5	-17.0	27.0	25.8	-1.2

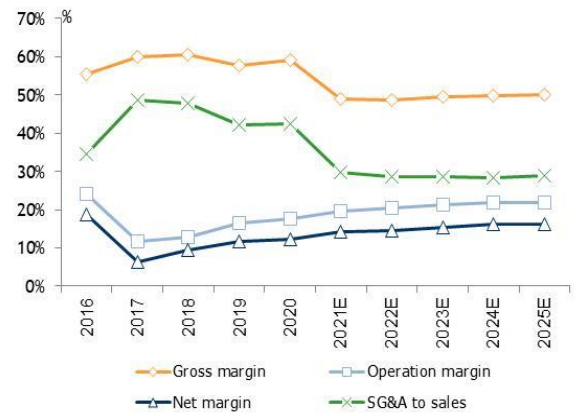
ที่มา: Finansia estimates

ประมาณการรายได้ปี 2021-2025



ที่มา: Finansia estimates

อัตรากำไร



ประมาณการกำไรสุทธิปี 2021-2025



ที่มา: Finansia estimates

ROA และ ROE



DCF Approach

(Btm)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
FCFF	80	255	319	336	357	422
Cost of equity (%)	11.0					
Cost of debt (%)	3.0					
Long term growth (%)	4.0					
Beta	0.75					
WACC	9.0					
Sum of PV FCFF	1,300					
PV of Terminal value	4,186					
Total PV	5,486					
Net debt	-43					
Value of equity	5,529					
Per share value (Bt)	26.84					

ที่มา: Finansia Research

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการคาดการณ์ความต้องการของผู้บริโภคผิดพลาด

ความต้องการของผู้บริโภคเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลาและคาดเดาได้ยาก อาจมีผลต่อการตัดสินใจซื้อผลิตภัณฑ์ของบริษัทหากบริษัทไม่สามารถคาดการณ์ความนิยมของผู้บริโภคได้ถูกต้อง อย่างไรก็ตาม บริษัทได้สร้างความหลากหลายให้ผลิตภัณฑ์ของตัวเอง เพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้าทุกกลุ่มเป้าหมาย ติดตามพฤติกรรมของผู้บริโภคอยู่ตลอดเวลา ด้วยการสื่อสารและเทคโนโลยีในปัจจุบันที่ทำให้ทั้งบริษัทและผู้บริโภคเข้าถึงข้อมูลได้อย่างรวดเร็ว และบริษัทมีช่องทางในการสื่อสารกับลูกค้าจึงความเสี่ยงในประเด็นนี้ได้

ความเสี่ยงจากการพึ่งพาผู้รับจ้างผลิตภายนอก

รายได้ราว 40% มาจากผลิตภัณฑ์ที่จ้างผู้ผลิตภายนอกทั้งในและต่างประเทศกว่า 10 ราย โดยแต่ละผลิตภัณฑ์มีการจ้างผู้ผลิตรายเดียวเพื่อควบคุมคุณภาพและมาตรฐานให้เหมือนกัน บริษัทอาจมีความเสี่ยงในการพึ่งพาผู้ผลิตสินค้าภายนอก หรือไม่สามารถส่งมอบสินค้าได้ทันตามกำหนด อย่างไรก็ตาม การมีผู้ผลิตหลายรายที่คัดเลือกมาเป็นอย่างดี มีความสัมพันธ์อันยาวนาน ผู้ผลิตบางรายบริษัทเป็นตัวแทนจำหน่ายให้กับสินค้าของรายดังกล่าว ควบคุมไปกับการส่งจ้างผลิต ถือเป็น การลดความเสี่ยงในระดับหนึ่ง นอกจากนี้ ในปัจจุบัน IP มีโรงงานผลิตยาเป็นของตัวเอง หลังจากซื้อกิจการ MP ยิ่งช่วยลดความเสี่ยงในประเด็นนี้ได้

ความเสี่ยงจากการสูญเสียการเป็นตัวแทนจำหน่าย

IP ได้รับแต่งตั้งให้เป็นตัวแทนจำหน่ายจากบริษัทหลักๆ ได้แก่ บจ. แดวุง, Dermcare, Tensall Bio-Tech โดยเป็นตัวแทนจำหน่ายแต่เพียงผู้เดียวในไทยและ CLMV รายได้จากผลิตภัณฑ์ที่เป็นตัวแทนจำหน่ายเหล่านี้มีสัดส่วนราว 40-50% ของรายได้รวม อาจมีความเสี่ยงไม่ได้รับการต่อสัญญา หรือบริษัทเหล่านั้นเข้ามาทำการตลาดเองในไทย อย่างไรก็ตาม สัญญาตัวแทนจำหน่ายบางสัญญาได้รับการต่ออายุแล้ว การเป็นตัวแทนจำหน่ายต้องมียอดขายตามเป้าที่กำหนด ซึ่งบริษัทมียอดขายสูงเกินเป้าหมายตลอด เชื่อว่าจะได้รับความไว้วางใจให้เป็นตัวแทนจำหน่ายต่อไป

ความเสี่ยงจากการบริหารสินค้าคงคลัง

สินค้าบางชนิดอาจได้รับความนิยมหรือเลิกเป็นที่นิยมอย่างรวดเร็ว สินค้ามีวันหมดอายุสั้นหรือยาวแตกต่างกัน การบริหารสินค้าคงคลังจึงเป็นหนึ่งในหัวใจหลักในการทำธุรกิจ อาจทำให้สภาพคล่องหยุดชะงัก หรือเงินจมหากประเมินภาวะตลาดหรือบริหารสินค้าคงคลังผิดพลาด บริษัทให้ความสำคัญกับประเด็นนี้และติดตามดูแลปริมาณสินค้าคงเหลืออย่างใกล้ชิด รวมถึงการว่าจ้างซิดลิลิฟาร์มาซึ่งเป็นผู้นำในธุรกิจขนส่งและกระจายผลิตภัณฑ์เวชภัณฑ์ ให้บริหารจัดการคลังสินค้าและจัดส่งสินค้าให้ลูกค้าเพื่อความคล่องตัวและมีประสิทธิภาพ

ความเสี่ยงจากการแข่งขัน

ตลาดอาหารเสริม ยา และเวชภัณฑ์มีการเติบโตต่อเนื่องทุกปีโดยเฉพาะสถานการณ์ COVID-19 ทำให้ผู้บริโภคหันมาใส่ใจสุขภาพมากขึ้น ผู้ประกอบการจึงเข้ามาในตลาดมากขึ้น การแข่งขันเพิ่มสูงขึ้น ผู้บริโภคมีทางเลือกมากขึ้น ผลิตภัณฑ์ในตลาดมีทั้งที่เป็นสินค้านำเข้า และบริษัทที่ผลิตและเป็นเจ้าของตราสินค้าเอง บริษัทตระหนักดีถึงการแข่งขันในรูปแบบต่างๆ จึงได้นำเสนอสินค้าที่มีคุณภาพที่ดี ให้ความสำคัญกับการวิจัยพัฒนา สร้างความน่าเชื่อถือของผลิตภัณฑ์โดยการได้เข้าไปจำหน่ายในโรงพยาบาล ซึ่งต้องผ่านกระบวนการและการยอมรับจากคนไข้ก่อน จึงหันมารุกตลาด Retail และ Modern Trade มากขึ้น

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	371	442	775	1,026	1,257
Cost of sales	157	181	395	526	636
Gross profit	214	261	379	500	621
SG&A	157	187	231	294	358
Operating profit	57	74	149	206	263
Other income	5	5	4	5	6
EBIT	62	78	152	211	269
EBITDA	64	84	172	230	289
Interest charge	1	1	8	16	15
Tax on income	14	17	29	39	51
Earnings after tax	47	61	116	156	203
Minority interest	-4	-7	-5	-7	-8
Normalized earnings	43	54	111	149	195
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	43	54	111	149	195

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net profit	47	60	111	149	195
Deprec. & amortization	2	5	20	19	19
Change in working capital	-59	-93	-89	-58	-203
Other adjustments	15	19	39	46	176
Cash flow from operations	5	-9	81	156	187
Capital expenditure	-2	-256	-195	-58	-55
Others	0	6	0	0	0
Cash flow from investing	-2	-250	-195	-58	-55
Free cash flow	3	-259	-114	98	132
Net borrowings	-2	108	96	11	2.45
Equity capital raised	337	0	0	0	0
Dividends paid	-12	-38	-66	-89	-117
Others	-16	-1	0	0	0
Cash flow from financing	307	68	29	-78	-114
Net change in cash	310	-190	-85	20	18

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	343	152	67	87	105
Accounts receivable	112	160	180	191	231
Inventory	50	103	103	131	155
Other current assets	0	2	12	15	19
Total current assets	505	417	362	424	510
Investments	5	0	25	25	25
PPE	10	234	351	336	322
Other assets	7	41	65	85	102
Total assets	526	750	862	930	1,018
Short-term loans	9	11	0	0	0
Accounts payable	38	123	141	151	165
Current maturities	0	16	16	18	18
Other current liabilities	9	10	22	29	37
Total current liabilities	56	160	179	198	220
Long-term debt	0	91	105	92	78
Other non-current liab.	4	11	14	18	21
Total non-current liab.	4	102	119	109	100
Total liabilities	60	262	297	308	320
Registered capital	103	103	103	103	103
Paid up capital	103	103	144	144	144
Share premium	287	287	287	287	287
Legal reserve	6	9	9	9	9
Retained earnings	38	51	93	150	226
Others	22	22	15	15	15
Minority Interests	10	17	17	17	18
Shareholders' equity	456	471	547	605	681

Key Ratios

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Growth (%)					
Revenue	17.2	19.1	75.2	32.4	22.6
EBITDA	49.1	31.0	106.3	33.3	25.5
Net profit	46.5	23.7	105.6	34.5	31.0
Normalized earnings	46.5	23.7	105.6	34.5	31.0
Profitability (%)					
Gross profit margin	57.6	59.0	49.0	48.7	49.4
EBITDA margin	17.2	18.9	22.3	22.4	23.0
EBIT margin	16.6	17.8	19.7	20.5	21.4
Normalized profit margin	11.7	12.2	14.3	14.5	15.5
Net profit margin	11.7	12.2	14.3	14.5	15.5
Normalized ROA	8.3	7.2	12.8	16.0	19.1
Normalized ROE	9.5	11.4	20.2	24.6	28.6
Normalized ROCE	13.2	13.3	22.3	28.8	33.7
Risk (x)					
D/E	0.1	0.6	0.5	0.5	0.5
Net D/E	-0.6	0.2	0.4	0.4	0.3
Net debt/EBITDA	-5.2	-0.4	0.3	0.1	-0.0
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.28	0.26	0.38	0.52	0.68
Normalized EPS	0.28	0.26	0.38	0.52	0.68
EBITDA	0.41	0.41	0.60	0.80	1.00
Book value	2.21	2.29	1.90	2.10	2.36
Dividend	0.19	0.22	0.23	0.31	0.41
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Valuations (x)					
P/E	82.9	88.9	60.5	45.0	34.4
Norm P/E	82.9	88.9	60.5	45.0	34.4
P/BV	10.5	10.1	12.2	11.1	9.8
EV/EBITDA	69.6	56.8	39.1	29.2	23.2
Dividend yield (%)	0.8	1.0	1.0	1.3	1.7

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

<p>สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500</p>	<p>สำนักงานอัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999</p>	<p>สำนักงานอัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-660-5000, 02-264-6000</p>	<p>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</p>	<p>สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545</p>
<p>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</p>	<p>สาขา มินท์ ทาวเวอร์ ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9 อาคาร มินท์ ทาวเวอร์ เลขที่ 719 ถนนบรมมหาราชวัง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700</p>	<p>สาขา สีนธร 1 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p>	<p>สาขา เคียนหวน (สินธร 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717</p>	<p>สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130</p>
<p>สาขา สาทร เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสโกทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร 02-036-4859</p>	<p>สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180</p>	<p>สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300</p>	<p>สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ บูตดิเลทที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193</p>	<p>สาขา สมุทรสาคร เลขที่ 813/30 ถนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045</p>
<p>สาขา ขอนแก่น 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมวังแก่นนคร) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925</p>	<p>สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรชัย ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589</p>	<p>สาขา เชียงใหม่ 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-711</p>	<p>สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120</p>	<p>สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599</p>
<p>สาขา นครราชสีมา 198/1 ต.ระกอบจ.นครราชสีมา ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323</p>	<p>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดจ.ฉลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499</p>	<p>สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777</p>	<p>สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219</p>	<p>สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595</p>
<p>สาขา บิดดาณี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รูสะมิแล อ.เมือง จ.บิดดาณี 073-350-140-4</p>				

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" 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, LHI, 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 และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ 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