

# SFLEX (SFLEX TB)

บมจ. สตาร์เพล็กซ์

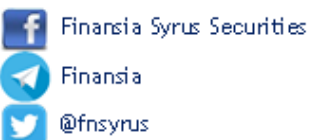
## BUY

Previous	BUY
<b>2022 Target Price (Bt)</b>	<b>7.20</b>
Price (27/09/2021)	550
Up/downside (%)	+30.9
SET Index	1,620.02
Sector	Packaging
Foreign limitactual (%)	49.00/0.36
Free float (%)	39.53
Market cap (Bt m)	4,510.00
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	48.78
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	6.90, 5.15, 5.97
IOD 2020	3
THAI CAC	N/A

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	1,398	1,700	1,917	2,036
Normalized profit	141	158	211	244
Net profit	143	158	211	244
EPS (Bt) - norm	0.17	0.19	0.26	0.30
EPS (Bt) - reported	0.17	0.19	0.26	0.30
% growth y-y	81.7	10.3	33.9	15.8
Dividend/share (Bt)	0.13	0.12	0.15	0.18
BV/share (Bt)	1.07	1.08	1.15	1.22
EV/EBITDA (x)	21.7	22.7	16.8	13.3
PER (x) - norm	33.9	30.7	22.9	19.8
PER (x)	33.9	30.7	22.9	19.8
PBV (x)	5.5	5.4	5.1	4.8
Dividend yield (%)	2.1	2.0	2.6	3.0
Norm ROE (%)	16.7	17.8	23.0	25.1
YE No. of shares (million)	820	820	820	820
Par (Bt)	0.50	0.50	0.50	0.50

Source: Company data, Finansia estimates

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



## กำไร 3Q21 ถูกกระทบชั่วคราวจาก COVID-19

สถานการณ์ COVID-19 ที่ยืดเยื้อและการ Lockdown กระทบรายได้ใน 3Q21 ขณะที่ต้นทุนค่าขนส่งที่สูงต่อเนื่องและเงินบาทอ่อนค่ากระทบอัตรากำไร เราคาดกำไรปกติ 3Q21 ที่ 35.7 ล้านบาท -8.1% Q-Q, +4.8% Y-Y กำไรที่ต่ำกว่าคาดตั้งแต่ 2Q21 และยังคงกระทบใน 3Q21 ทำให้เราปรับประมาณการกำไรปี 2021 ลง 15.1% และปรับกำไรปี 2022 ลง 8.6% จากค่าขนส่งที่มีแนวโน้มสูงต่อเนื่องถึงกลางปี 2022 ส่งผลให้กำไรปกติปี 2021-2022 +10.3% Y-Y และ +33.9% Y-Y ตามลำดับ เราปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 7.20 บาท (DCF, WACC 6.7%) เพราะผลประกอบการกำลังจะผ่านจุดต่ำสุดใน 3Q21 และได้ประโยชน์เต็มปีจากการขยายกำลังการผลิตในปี 2022 แต่ยังไม่รวมดีลการลงทุนในเวียดนามและบจ. ไทยยูเนี่ยน กราฟฟิกส์ ที่ล่าช้าเพราะสถานการณ์ COVID-19 และยังไม่รวมจำนวนหุ้นจาก SFLEX-W1 และ SFLEX-W2 ยังคงแนะนำซื้อลงทุน

### COVID-19 ที่ยืดเยื้อ กระทบกำลังซื้อและต่อเนื่องมาถึง SFLEX ใน 3Q21

สถานการณ์ COVID-19 และการ Lockdown ใน 3Q21 กระทบกำลังซื้อมากกว่าการ Lockdown ในครั้งก่อนๆ ไม่เว้นแม้แต่สินค้าอุปโภคบริโภคเพราะระยะเวลาที่ยืดเยื้อ ประกอบกับค่าขนส่งที่ยังคงปรับสูงขึ้นและเงินบาทอ่อนค่า ทำให้เราคาดว่าผลประกอบการของ SFLEX จะชะลอลง Q-Q แต่ยังมีกำไรเติบโต Y-Y โดยคาดรายได้จากการขาย 412.3 ล้านบาท -2.2% Q-Q, +10.2% Y-Y คาดอัตรากำไรขั้นต้น 16.6% ใกล้เคียงไตรมาสก่อน แต่ค่าขนส่งที่สูงขึ้นทำให้คาดกำไรปกติ 35.7 ล้านบาท -8.1% Q-Q, +4.8% Y-Y หากเป็นไปตามคาด กำไรปกติงวด 9M21 จะอยู่ที่ 113.8 ล้านบาท +16.4% Y-Y กำไรที่เติบโตจากปีก่อนเป็นผลมาจากรายได้ในช่วง 1H21 ที่ยังขยายตัวได้ดีจากการกักตุนสินค้าอุปโภคบริโภคในช่วงแรกๆ ของการ Lockdown ชดเชยอัตรากำไรขั้นต้นที่ต่ำกว่าปีก่อนมากจากต้นทุนวัตถุดิบและค่าขนส่งที่สูงขึ้นได้

### ปรับกำไรปกติปี 2021-2022 ลง 15.1% และ 8.6% จากต้นทุนและค่าขนส่งสูง

กำไรที่ต่ำกว่าคาดตั้งแต่ 2Q21 และ 3Q21 ยังถูกกระทบจาก COVID-19 ทำให้เราปรับประมาณการกำไรปี 2021 ลง 15.1% เป็น 157.6 ล้านบาท ขยายตัวเพิ่มขึ้นเพียง 10.3% Y-Y ต่ำกว่าเดิมที่คาด +29.9% Y-Y หลักๆ มาจากการปรับลดอัตรากำไรขั้นต้นลงจากเดิมที่คาด 23.6% เหลือ 17.6% เพราะต้นทุนวัตถุดิบที่สูงเกินคาดและปรับลดประมาณการปี 2022 ลง 8.6% เป็น 211.0 ล้านบาทเนื่องจากค่าระวางเรือยังมีแนวโน้มสูงต่อไปถึงกลางปี 2022 แม้จะปรับกำไรลงแต่ยังเติบโต +33.9% Y-Y จากฐานที่ค่อนข้างต่ำในปี 2021 การเติบโตในปี 2022 มาจากการเปิดเมือง กำลังการผลิตส่วนต่อขยายอีก 30% จากปัจจุบัน 207.8 ล้านเมตรต่อปี เป็น 270.0 ล้านเมตรต่อปี รองรับคำสั่งซื้อที่จะเข้ามาเพิ่มในกลุ่มอาหารที่เป็นเกรด Premium เช่น Retort Pouch และบรรจุภัณฑ์สำหรับอุปกรณ์การแพทย์ เวชภัณฑ์และยา ซึ่งคาดว่าจะแล้วเสร็จและเริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ต้นปี

### ปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 7.20 บาท ยังคงแนะนำซื้อ

เราปรับราคาเป้าหมายไปเป็นปี 2022 ที่ 7.20 บาท เนื่องจากผลประกอบการกำลังจะผ่านจุดต่ำสุดใน 3Q21 แม้ว่าเราจะปรับประมาณการกำไรปี 2022 ลงเล็กน้อย แต่บริษัทจะได้ประโยชน์เต็มปีจากการขยายกำลังการผลิต ทั้งนี้ ราคาเป้าหมายดังกล่าวยังไม่รวม SFLEX-W1 (82.0 ล้านหุ้น) และ SFLEX-W2 (102.5 ล้านหุ้น) โอกาสที่ SFLEX-W1 จะใช้สิทธิ มีมากกว่าเพราะราคาแปลงสภาพที่ 4.50 บาท ทำให้ SFLEX-W1 in-the-money ขณะที่ SFLEX-W2 มีราคาใช้สิทธิ 10.0 บาท หาก SFLEX-W1 ใช้สิทธิทั้งหมด ราคาเป้าหมายจะ dilute เป็น 6.50 บาท ซึ่งยังสูงกว่าราคาหุ้นปัจจุบัน นอกจากนี้ เรายังไม่ได้รวมดีลการลงทุนใน Starprint Vietnam JSC และการร่วมทุนกับบจ. ไทยยูเนี่ยน กราฟฟิกส์ ซึ่งล่าช้าจากแผนเพราะสถานการณ์ COVID-19

**Company Overview**

SFLEX ก่อตั้งขึ้นในปี 2003 เพื่อประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อน (Flexible Packaging) สำหรับสินค้าอุปโภคและบริโภคทั้งที่อยู่ในรูปของเหลวและของแข็งตามคำสั่งซื้อของลูกค้า (Made to Order) บรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนมีลักษณะเป็นชั้นฟิล์มหลายชั้น (Multilayer Film) ประกบติดกันตั้งแต่ 2-5 ชั้น โดยใช้กาวหรือเรซินเป็นตัวประสาน ทำให้มีคุณสมบัติด้านความแข็งแรง ทนความร้อนและความดันสูง มีน้ำหนักเบา สามารถพิมพ์ลวดลายกราฟฟิกลงบนบรรจุภัณฑ์ได้นอกจากนี้ ยังมีคุณสมบัติป้องกันการซึมผ่านของอากาศ ความชื้น แสงแดด และกลิ่นเพื่อรักษาคุณภาพของสินค้าที่บรรจุอยู่ภายในบรรจุภัณฑ์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ

บรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนที่บริษัทผลิตและจำหน่ายสามารถแบ่งได้เป็นผลิตภัณฑ์ประเภทม้วน (Roll Form) และผลิตภัณฑ์ประเภทซอง (Pre Form Pouch)



กลุ่มลูกค้าของบริษัทเป็นผู้ผลิตและจำหน่ายสินค้าอุปโภคบริโภคชั้นนำของประเทศ ตลาดหลักของบริษัทราว 99% อยู่ในประเทศ การจำหน่ายสินค้าทำผ่านทีมงานฝ่ายขายของบริษัทในการติดต่อลูกค้าโดยตรง และมีการพัฒนาผลิตภัณฑ์ร่วมกับลูกค้าอย่างใกล้ชิดเพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้าให้เป็นที่พึงพอใจ

**Valuation Methodology**

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 7.20 บาท ด้วยวิธี DCF ซึ่งเป็นวิธีที่เหมาะสมกับธุรกิจที่เป็น Capital Intensive และอยู่ในช่วงของการขยายกำลังการผลิต ซึ่งจะต้องใช้เงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวรในช่วงระยะเวลา 3-5 ปีนี้ ทั้งนี้ อิง WACC 6.7%, Terminal Growth rate 3.0%

**ESG**



**Environment**

- SFLEX มีการออกแบบและพัฒนาปรับปรุงกระบวนการผลิตเครื่องจักร และอุปกรณ์ให้สามารถควบคุมมลพิษและ/หรือลดมลพิษ โดยให้ครอบคลุมเรื่องน้ำเสีย ฝุ่น ก๊าซ รวมทั้งของเสียต่าง ๆ อย่างเป็นระบบ
- SFLEX มีความมุ่งมั่นในการลดการเกิดขยะหรือของเสีย และให้ความร่วมมือในการกำจัดขยะหรือของเสียด้วยวิธีการที่ถูกต้องได้มาตรฐานอย่างเป็นรูปธรรม
- SFLEX มีแนวปฏิบัติในการอนุรักษ์ทรัพยากรธรรมชาติและสิ่งแวดล้อม และป้องกันผลกระทบต่อระบบนิเวศวิทยา



**Social**

- SFLEX ตระหนักถึงความรับผิดชอบต่อชุมชนและสังคม โดยมีส่วนร่วมในการพัฒนาชุมชน ส่งเสริมช่วยเหลือดำเนินกิจกรรมทั้งด้านการศึกษา ศาสนา กีฬา ครอบครั้ว สุขภาพ เพื่อสร้างความเข้มแข็งในการพัฒนาชุมชนและสังคมอย่างยั่งยืน
- บริษัทฯ มีการประเมินความเสี่ยงและผลกระทบในเรื่องที่เกี่ยวข้องกับ สิ่งแวดล้อม สุขภาพ และความปลอดภัยก่อนที่จะมีการลงทุนหรือร่วมทุนในกิจการใด ๆ โดยบริษัทฯ ได้ดำเนินกิจการภายใต้แนวคิดการใส่ใจและรักษา สิ่งแวดล้อมสังคม ชุมชน อย่างเป็นระบบ



**Governance**

- บริษัทฯ ให้ความสำคัญต่อสิทธิของผู้ถือหุ้น โดยไม่กระทำการใดๆ อันเป็นการละเมิดหรืออิทธิพลสิทธิของผู้ถือหุ้น นอกเหนือจากสิทธิพื้นฐานของผู้ถือหุ้น
- SFLEX ห้ามมิให้กรรมการ ผู้บริหาร พนักงาน และลูกจ้างของบริษัทฯ นำความลับและ/หรือข้อมูลภายในของบริษัทฯ ไปเปิดเผยหรือแสวงหาผลประโยชน์แก่ตนเองหรือเพื่อประโยชน์แก่บุคคลอื่นใด ไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อม และไม่ว่าจะได้รับการประโยชน์ตอบแทนหรือไม่ก็ตาม
- บริษัทฯ มีการบริหารกิจการบนพื้นฐานความโปร่งใส มีจริยธรรม ยึดมั่นในหลักการการกำกับดูแลกิจการ และปฏิบัติตามกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการป้องกันและต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชัน

**3Q21 Earnings Preview**

(Bt mn)	3Q21E	2Q21	%Q-Q	3Q20	%Y-Y	9M21E	9M20	%Y-Y
Sales revenue	412	422	-2.2	374	10.2	1,255	1,032	21.6
Costs	343	352	-2.4	294	16.8	1,040	802	29.8
Gross profit	69	70	-1.2	80	-13.9	215	230	-6.7
SG&A expense	39	41	-3.1	39	0.4	116	113	2.8
Interest expense	0.6	0.7	-4.5	1.0	-34.7	2	4	-49.5
Norm profit	36	39	-8.1	34	4.8	114	98	16.4
Net profit	36	39	-8.1	38	-5.0	113	102	10.2
Gross margin %	16.6	16.5	0.1	21.4	-4.8	17.1	22.3	-5.2
SG&A as % of Sales	9.6	9.6	-0.1	10.5	-0.9	9.3	11.0	-1.7
Net margin %	8.6	9.2	-0.6	10.0	-1.4	9.0	9.9	-0.9

Source: Finansia estimates

**Key assumptions**

	2021E		2022E		2023E		2024E	
	Old	New	Old	New	Old	New	Old	New
Total capacity (mn meter p.a.)	207.81	207.81	270.00	270.00	270.00	270.00	270.00	270.00
Utilization rate (%)	76.58	79.4	73.94	73.94	78.00	78.00	80.00	80.00
Total sales (Btm)	1,570	1,700	1,853	1,917	1,993	1,993	2,085	2,085
Non-food flexible packaging (Btm)	1,052	1,105	1,083	1,138	1,116	1,116	1,149	1,149
Food flexible packaging (Btm)	518	594	770	779	878	878	936	936
Gross margin (%)	23.6	17.6	23.7	21.7	24.3	24.3	24.4	24.4
SG&A to sales (%)	10.4	9.2	9.6	9.6	9.2	9.2	9.5	9.5
Net profit (Btm)	186	158	231	211	244	244	254	254
Net profit growth (%)	29.9	10.3	24.4	33.9	5.7	5.7	4.2	4.2
Net margin (%)	11.8	9.3	12.5	11.0	12.0	12.0	12.0	12.0

Source: Finansia estimates

## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

### ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

วัตถุดิบหลักของบริษัทคือฟิล์มชนิดต่างๆ เช่นฟิล์ม WLLDPE และฟิล์ม OPA เป็นต้น ซึ่งมีวัตถุดิบตั้งต้นที่สำคัญคือ เม็ดพลาสติกโพลีเอทิลีน น้ำมันดิบ ไฮโดรคาร์บอน เป็นต้น ราคาของฟิล์มจึงแปรผันตามราคาน้ำมันดิบเป็นสำคัญ หากราคาน้ำมันปรับตัวขึ้นอย่างรวดเร็วและบริษัทไม่สามารถผลักภาระต้นทุนที่สูงขึ้นไปในราคาขายได้ อาจกระทบผลประกอบการของบริษัท อย่างไรก็ตาม บริษัทมีนโยบายกำหนดราคาด้วยวิธี Cost Plus รวมถึงมีการติดตามความเคลื่อนไหวของราคาวัตถุดิบอย่างใกล้ชิด และผู้บริหารมีประสบการณ์ในวงการบรรจุภัณฑ์มายาวนาน รวมถึงมีความสัมพันธ์อันดีกับลูกค้า จึงสามารถบริหารต้นทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพได้ในช่วงที่ผ่านมา

### ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

บริษัทสั่งซื้อวัตถุดิบจากต่างประเทศซึ่งต้องชำระค่าสินค้าเป็นเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐ โดยในปี 2017-2019 มีการสั่งซื้อวัตถุดิบที่ต้องชำระเงินเป็นเงินตราต่างประเทศเป็นสัดส่วน 25.1%, 25.1% และ 20.4% ของมูลค่าการสั่งซื้อวัตถุดิบรวม ตามลำดับ ในขณะที่รายได้เกือบทั้งหมดเป็นเงินบาท หากอัตราแลกเปลี่ยนมีความผันผวน อาจส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัท อย่างไรก็ตาม บริษัทติดตามความเคลื่อนไหวของค่าเงินอย่างใกล้ชิด และมีการป้องกันความเสี่ยงโดยการซื้อ Forward contract ตามความจำเป็น ในช่วงปี 2017-2019 บริษัทมีกำไรและขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนเป็นจำนวนปีละ 0.2-1.8 ล้านบาท ไม่มีนัยสำคัญต่อผลประกอบการ

### ความเสี่ยงจากการพึ่งพาลูกค้ารายใหญ่

ในปี 2017-2019 รายได้จากลูกค้ารายใหญ่ 4 รายแรกของบริษัทมีสัดส่วน 80.0%, 86.7% และ 84.5% ของรายได้รวม ตามลำดับ โดยมีลูกค้ารายหนึ่งที่มีสัดส่วนรายได้สูงกว่า 30% ของรายได้จากการขายรวม หากบริษัทสูญเสียลูกค้าดังกล่าว หรือลูกค้าลดปริมาณการสั่งซื้อ อาจกระทบผลการดำเนินงานของบริษัท อย่างไรก็ตาม เนื่องจากลูกค้ารายใหญ่ทั้ง 4 รายดังกล่าวเป็นผู้ผลิตและจำหน่ายสินค้าอุปโภคบริโภครายใหญ่ของประเทศ มีส่วนแบ่งการตลาดเป็นอันดับต้นๆ มีความต้องการบรรจุภัณฑ์ในปริมาณสูง มีกระบวนการคัดเลือก Supplier ที่มีมาตรฐานสูงระดับมาตรฐานของบริษัทข้ามชาติ ดังนั้น การที่ SFLEX เป็นหนึ่งใน Supplier ให้แก่ลูกค้ารายใหญ่นี้ดังกล่าวได้กลับเป็นข้อได้เปรียบทางการแข่งขันของบริษัท และบริษัทมีนโยบายรักษาความสัมพันธ์ที่ดี เป็นพันธมิตรทางธุรกิจกับลูกค้ามาอย่างยาวนาน และร่วมกันพัฒนาสินค้าใหม่ๆ ตลอดเวลา

### ความเสี่ยงจากการแข่งขัน

ธุรกิจบรรจุภัณฑ์มีผู้ประกอบการจำนวนมากทั้งรายเล็กและรายใหญ่ มีการแข่งขันสูง ทำให้ลูกค้ามีทางเลือกและมีสินค้าทดแทนเป็นจำนวนมาก อย่างไรก็ตาม ลูกค้าที่สำคัญของบริษัทเป็นผู้ผลิตสินค้าอุปโภคบริโภครายใหญ่ของประเทศ ให้ความสำคัญกับคุณภาพและมาตรฐานของสินค้า ตลอดจนบริษัทเองมีการวิจัยและพัฒนาสินค้าใหม่ๆ เพื่อตอบสนองของลูกค้าและสร้างความพึงพอใจให้แก่ลูกค้า เพื่อรักษาขีดความสามารถในการแข่งขันของบริษัท

### ความเสี่ยงจากสิ่งแวดล้อม

มาตรการภาครัฐที่เกี่ยวกับบรรจุภัณฑ์พลาสติกที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม โดยการให้เลิกใช้กล่องโฟม ถุงพลาสติก หรือวัสดุที่ย่อยสลายยาก อาจส่งผลกระทบต่อบริษัท อย่างไรก็ตาม บริษัทได้มีการวิจัยและศึกษาวัสดุที่สามารถย่อยสลายได้ทางชีวภาพมาใช้ในบรรจุภัณฑ์ เช่น การพัฒนาฟิล์มประเภท Organics Biodegradable ซึ่งจะถูกย่อยสลายโดยจุลินทรีย์ในสิ่งแวดล้อมเมื่ออยู่ในสภาวะที่เหมาะสม และการพัฒนาสูตรฟิล์มที่นำกลับมา Recycle ได้ง่าย

**Income Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Sales	1,256	1,398	1,700	1,917	2,036
Cost of sales	1,037	1,094	1,401	1,502	1,547
Gross profit	219	304	298	415	489
SG&A	127	146	156	185	188
Operating profit	91	158	142	230	300
Other income	18	17	29	10	10
EBIT	109	175	171	240	310
EBITDA	150	234	241	324	407
Interest charge	14	5	3	6	5
Tax on income	16	28	11	23	61
Earnings after tax	79	143	158	211	244
Minority interest	0	0	0	0	0
Normalized earnings	79	143	158	211	244
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	79	143	158	211	244

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net profit	155	242	158	211	244
Deprec. & amortization	-32	-59	-70	-84	-97
Change in working capital	91	-61	-26	-19	-21
Other adjustments	0	0	0	0	0
Cash flow from operations	246	182	132	192	223
Capital expenditure	63	250	260	100	100
Others	24	97	-67	82	95
Cash flow from investing	-38	-172	-327	-49	-32
Free cash flow	-34	10	-19	207	267
Net borrowings	-58	-188	253	-2	3
Equity capital raised	413	0	14	0	0
Dividends paid	-105	-94	-103	-95	-127
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	250	-282	165	-96	-123
Net change in cash	420	-303	-93	16	36

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	471	169	76	92	128
Accounts receivable	237	262	289	294	296
Inventory	203	228	280	272	292
Other current assets	20	25	26	28	29
Total current assets	931	684	671	685	745
Investments	0	0	0	0	0
PP&E	419	475	801	816	819
Other assets	50	67	69	71	73
Total assets	1,400	1,285	1,602	1,635	1,699
Short-term loans	92	27	15	10	10
Accounts payable	301	285	346	329	331
Current maturities	43	21	27	27	27
Other current liabilities	8	11	12	13	13
Total current liabilities	444	345	399	378	381
Long-term debt	97	26	279	276	279
Other non-current liab.	29	34	34	35	36
Total non-current liab.	127	60	313	311	314
Total liabilities	571	405	712	690	695
Registered capital	410	410	410	410	410
Paid up capital	410	410	410	410	410
Share premium	303	303	317	317	317
Legal reserve	22	27	27	27	27
Retained earnings	95	141	136	192	250
Minority Interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	830	881	889	946	1,004

**Key Ratios**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Growth (%)</b>					
Sales	-7.8	11.3	21.6	12.8	6.2
EBITDA	-25.3	65.6	3.2	34.3	25.8
Net profit	-42.2	81.7	10.3	33.9	15.8
Normalized earnings	-42.2	81.7	10.3	33.9	15.8
<b>Profitability (%)</b>					
Gross profit margin	17.4	21.8	17.6	21.7	24.0
EBITDA margin	11.2	16.7	14.2	16.9	20.0
EBIT margin	8.7	12.5	10.1	12.5	15.3
Normalized profit margin	6.3	10.2	9.3	11.0	12.0
Net profit margin	6.3	10.2	9.3	11.0	12.0
ROA	6.8	10.6	10.9	13.0	14.7
ROE	12.3	16.7	17.8	23.0	25.1
<b>Risk (x)</b>					
DE	0.7	0.5	0.8	0.7	0.7
Net D/E	0.3	0.1	0.4	0.3	0.3
<b>Per share data (Bt)</b>					
EPS - Basis	0.25	0.17	0.19	0.26	0.30
EPS - FD	0.10	0.17	0.19	0.26	0.30
EBITDA	0.17	0.29	0.29	0.40	0.50
Book value	1.01	1.07	1.08	1.15	1.22
Dividend	0.15	0.13	0.12	0.15	0.18
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
<b>Valuations (x)</b>					
P/E - Basis	23.6	33.9	30.7	22.9	19.8
P/E - FD	61.5	33.9	30.7	22.9	19.8
P/BV	5.8	5.5	5.4	5.1	4.8
EV//EBITDA	35.0	21.7	22.7	16.8	13.3
Dividend yield (%)	2.5	2.1	2.0	2.6	3.0

Source: Company data, Finansia research

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

<p><b>สำนักงานใหญ่</b> 999/9 อาคารดี ออฟฟิศ 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>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1</b> 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อนุสาวรีย์ 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 ประชาชื่น</b> 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130</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 สีลม 1</b> 130-132 อาคารสีลม 1 ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p>	<p><b>สาขา เคียนหวน (สีลม 2)</b> 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717</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 ชอยพหลโยธิน 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 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 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</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 สมุทรสาคร</b> เลขที่ 813/30 ถนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045</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.ระกอบสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323</p>	<p><b>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต</b> 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ ต.หาดใหญ่ 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 สุราษฎร์ธานี</b> 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595</p>
<p><b>สาขา ตรัง</b> 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219</p>	<p><b>สาขา ปัตตานี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุสะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี 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 บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน 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, 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