

**BUY**

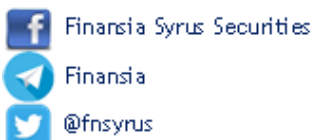
**บมจ. อินเทอร์เน็ต ฟาร์ม**

Previous	BUY
<b>2021 Target Price (Bt)</b>	<b>25.50</b>
Price (07/10/2021)	21.80
up/downside (%)	+17.0
SET Index	1,633.72
Sector	MAI/Consumer Products
Foreign limit/actual (%)	49.00/1.09
Free float (%)	49.29
Market cap (Bt m)	6,496.63
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	36.54
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	24.47, 9.24, 18.24
IOD 2020	3
THAI CAC	N/A

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	442	881	1,091	1,286
Normalized profit	54	111	146	191
Net profit	54	111	146	191
EPS (Bt) - norm	0.26	0.37	0.49	0.64
EPS (Bt) - reported	0.26	0.37	0.49	0.64
% growth y-y	-7.1	43.8	30.9	31.0
Dividend/share (Bt)	0.22	0.22	0.29	0.38
BV/share (Bt)	2.29	1.85	2.04	2.29
EV/EBITDA (x)	53.3	36.8	27.6	22.3
PER (x) - norm	83.5	58.3	44.5	34.0
PER (x)	83.8	58.3	44.5	34.0
PBV (x)	9.5	11.8	10.7	9.5
Dividend yield (%)	1.0	1.0	1.3	1.8
Norm ROE (%)	11.4	20.2	24.0	28.0
YE No. of shares (million)*	206	298	298	298
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



**คาดการณ์กำไรทำสถิติสูงสุดใหม่อีกครั้ง**

เราคาดการณ์กำไรและกำไร 3Q21 ทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์อีกครั้งหลังปิดตลาดซื้อขายหุ้นอินเทอร์เน็ตฟาร์มเข้ามาเมื่อเดือน ส.ค. 2021 ด้วยมูลค่าเงินลงทุน 160 ล้านบาทคุมค่ากับที่ดิน 20 ไร่ โรงงาน เครื่องจักร ทะเบียนยา และสัญญาจ้างผลิตอีก 5 ปี แม้จะมีค่าเสื่อมราคาเพิ่มขึ้น ค่าใช้จ่ายปรับปรุงโรงงานเล็กน้อย และค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงาน แต่คาดว่ากำไร 3Q21 จะทำได้ 35.0 ล้านบาท +41.3% Q-Q, +89.5% Y-Y หลังจากซื้อโรงงานผลิตยา 2 แห่ง บริษัทจะเห็นขยายกลางหน้าและปลายหน้า ด้วยการออกสินค้าใหม่ ขยายช่องทางการจำหน่ายจากโรงพยาบาล (B2B) สู่อุตสาหกรรม (B2C) ถือว่าครบวงจรตั้งแต่ต้นน้ำถึงปลายน้ำ ตลาด B2B สู่อุตสาหกรรม B2C เราคงประมาณการกำไรปี 2021 +107.2% Y-Y และ +30.9% ในปี 2022 ราคาเป้าหมาย 25.50 บาท (DCF, WACC 9.0%, TG 4.0%) แนะนำซื้อ

**ปิดตลาดซื้อขายหุ้นอินเทอร์เน็ตฟาร์มแล้วเสร็จในเดือน ส.ค. 2021**

เมื่อวันที่ 11 ส.ค. 2021 ที่ผ่านมา IP ได้ซื้อโรงงานผลิตยาของบจ. เทวา ฟาร์ม ประเทศไทย (ปัจจุบันเปลี่ยนชื่อเป็นโรงงานอินเทอร์เน็ตฟาร์ม) เข้ามาเป็นทีเรียบริย่อยเร็วกว่าที่ต้งเป้าไว้ พร้อมสัญญาจ้างผลิตอีก 5 ปี มูลค่าของโรงงานพร้อมที่ดินและเครื่องจักร และทะเบียนยา 4 ตักรับ จำนวน 12 ทะเบียน คิดเป็น 160.0 ล้านบาท โรงงานตั้งอยู่บนพื้นที่ 20 ไร่ เป็นพื้นที่ใช้สอย 32,000 ตารางเมตร ใช้อุณหภูมิ 16,000 ตารางเมตร ในนิคมอุตสาหกรรมโรจนะ 2 ที่จังหวัดอยุธยา เป็นโรงงานผลิตยาที่ได้รับ การรับรองมาตรฐาน GMP จาก ออย. มีการผลิตยาแผนปัจจุบันทั้งในรูปแบบยาเม็ดและยาปราคจากเชื้อ หากบริษัทสร้างโรงงานใหม่ในขนาดเท่ากันในวันนี้ น่าจะต้องใช้เม็ดเงินไม่ต่ำกว่า 1 พันล้านบาทและใช้เวลาหลายปีในการก่อสร้าง จึงถือเป็นความสำเร็จในการเป็นผู้นำด้านการผลิตเวชภัณฑ์ที่มีมาตรฐานระดับโลก ช่วยสร้าง การเติบโตอย่างยั่งยืนในระยะยาว ปัจจุบัน IP มีโรงงานผลิตยา 2 แห่งคือโรงงาน อินเทอร์เน็ตฟาร์ม จ.อยุธยา และโรงงานโมเดิร์นฟาร์ม จ.สมุทรปราการ ซึ่งรวมกิจการ เข้ามาตั้งแต่ 27 พ.ย. 2020 และมีกำลังการผลิตมากพอที่จะรองรับการผลิตยาและ อาหารเสริมของตัวเองและรับจ้างผลิตให้บุคคลภายนอก หลังจากนั้น IP จะเห็นขยายสู่ กลางหน้าและปลายหน้า ด้วยการออกสินค้าใหม่ ขยายช่องทางการจำหน่ายจาก โรงพยาบาลและคลินิก (B2B) ซึ่งเป็นฐานลูกค้าที่มีนคงของบริษัท สู่อุตสาหกรรม (B2C)

**คาดการณ์กำไรและกำไร 3Q21 ทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์**

จากการรวมโรงงานใหม่และสัญญาจ้างผลิตยา ทำให้เราคาดว่ารายได้และกำไรใน 3Q21 จะยกฐานและทำจุดสูงสุดอีกครั้ง โดยคาดการณ์ได้ 258.4 ล้านบาท +30.3% Q-Q, +137.1% Y-Y ต้นทุนขายน่าจะยังไว้ได้ใกล้เคียงไตรมาสก่อนเนื่องจากค่าเสื่อมราคาของโรงงานใหม่ไม่ได้เพิ่มสูงขึ้นมากนัก และแม้ว่าค่าใช้จ่ายในการปรับปรุง โรงงานใหม่และค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงานของโรงงานใหม่จะเพิ่มขึ้นแต่คาดว่า EBITDA จะยังเติบโตได้ +42.7% Q-Q, +118.7% Y-Y และคาดการณ์กำไรสุทธิ 35.0 ล้านบาท สูงสุดเป็นประวัติการณ์ +41.3% Q-Q, +89.5% Y-Y

**ราคาเป้าหมาย 25.50 บาท แนะนำซื้อ**

หากประมาณการเป็นไปตามคาด กำไรสุทธิ 9M21 จะเป็น 78.4 ล้านบาท +59.2% Y-Y เราคงคาดการณ์กำไรปี 2021 +107.2% Y-Y เป็น 111.4 ล้านบาทและโตต่อ +30.9% Y-Y ในปี 2022 คงราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 25.50 บาท (DCF, WACC 9.0%, TG 4.0%) หาก IP-W1 ใช้สิทธิทั้งจำนวน บริษัทจะได้รับเงิน 480 ล้านบาท นำมาเป็นเงินทุนหมุนเวียนสำหรับผลิตภัณฑ์ใหม่ เช่น กัญชา กัญชง กระเทียม เป็นต้น และราคาเป้าหมายจะ dilute เหลือ 23.00 บาท ซึ่งยังสูงกว่าราคาหุ้นปัจจุบันยังคงแนะนำซื้อ

### 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 ได้ขยายการลงทุนไปสู่ธุรกิจต้นน้ำคือการผลิต โดยการซื้อกิจการของบริษัท โมเดิร์น ฟาร์มา จำกัด (MP) เพื่อการผลิตเพิ่มยอดขาย ลดต้นทุน และเพิ่มสินค้าใหม่ๆ เข้าสู่ตลาด

และในเดือน ส.ค. 2021 บริษัทได้ซื้อโรงงานผลิตยาของบริษัท เทวา ฟาร์มา ประเทศไทย จำกัด (ปัจจุบันเปลี่ยนชื่อเป็นโรงงานอินเตอร์ฟาร์มา) มูลค่าของโรงงานพร้อมที่ดินและเครื่องจักร และทะเบียนยา 4 ตำรับ จำนวน 12 ทะเบียน พร้อมสัญญาจ้างผลิตอีก 5 ปี รวมเป็นเงินลงทุน 160.0 ล้านบาท โรงงานตั้งอยู่บนพื้นที่ 20 ไร่ เป็นพื้นที่ใช้สอย 32,000 ตารางเมตร ใช้อุณหภูมิ 16,000 ตารางเมตร ในนิคมอุตสาหกรรมโรจนะ 2 ที่จังหวัดอยุธยา

### Valuation Methodology

ราคาเป้าหมายปี 2021 อยู่ที่ 25.50 บาท อิง DCF, WACC 9.0%, TG 4.0% ทั้งนี้ หากรวม IP-W1 ทั้งหมดราคาเป้าหมายจะ dilute เหลือ 23.00 บาท เมื่อเทียบราคาเป้าหมายใหม่เป็น Implied PE ปี 2021 ที่สูงถึง 68.7 เท่า แต่ด้วยการเติบโตที่รวดเร็วและรับรู้รายได้จากการซื้อโรงงานสองแห่งเต็มปีในปี 2022 จะทำให้ PE ลดลงเหลือ 51.1 เท่าและเหลือ 39.0 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

3Q21 Earnings Preview

(Bt mn)	3Q21E	2Q21	%Q-Q	3Q20	%Y-Y	9M21E	9M20	%Y-Y
Sales revenue	258	198	30.3	109	137.1	633	307	106.4
Cost of sales	134	102	31.5	44	207.0	325	119	172.4
Gross profit	125	97	29.0	65	90.6	308	187	64.4
SG&A expense	75	65	1.9	42	81.1	199	123	62.0
EBITDA	57	40	42.7	26	118.7	129	71	82.9
Interest expense	3	1	93.8	0.2	1,630.8	5	0.6	789.0
Norm profit	34	25	41.3	18	89.5	78	49	59.2
Net profit	34	25	41.3	18	89.5	78	49	59.2
Gross margin %	48.3	48.8	-0.5	60.1	-11.8	48.6	61.1	-12.4
SG&A as % of Sales	29.2	32.8	-3.6	38.2	-9.0	31.5	40.1	-8.6
EBIT margin %	19.6	17.5	2.1	23.3	-3.8	18.0	22.3	-4.3
EBITDA margin %	22.1	20.2	1.9	24.0	-1.9	20.4	23.0	-2.6
Net margin %	13.5	12.5	1.1	16.9	-3.4	12.4	16.1	-3.7

Source: Finansia estimates

ภาพพื้นที่โรงงานแห่งใหม่ที่จ.อยุธยา บนเนื้อที่ 20 ไร่ พื้นที่ใช้สอยกว่า 3 หมื่นตารางเมตร



ที่มา: IP Presentation

## 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	881	1,091	1,286
Cost of sales	157	181	451	559	656
Gross profit	214	261	430	533	630
SG&A	157	187	278	321	364
Operating profit	57	74	152	212	266
Other income	5	5	7	5	6
EBIT	62	78	158	217	272
EBITDA	64	84	178	236	292
Interest charge	1	1	8	16	15
Tax on income	14	17	36	42	51
Earnings after tax	47	61	115	159	206
Minority interest	4	-7	-3	-13	-14
Normalized earnings	43	54	111	146	191
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	43	54	111	146	191

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net profit	47	60	111	146	191
Deprec. & amortization	2	5	20	19	19
Change in working capital	-59	-93	-113	-48	-194
Other adjustments	15	19	44	46	176
Cash flow from operations	5	-9	62	163	193
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	-133	105	138
Net borrowings	-2	108	96	11	2.45
Equity capital raised	337	0	0	0	0
Dividends paid	-12	-38	-67	-88	-115
Others	-16	-1	0	0	0
Cash flow from financing	307	68	29	-77	-112
Net change in cash	310	-190	-104	29	25

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	343	152	48	76	102
Accounts receivable	112	160	205	203	236
Inventory	50	103	117	139	160
Other current assets	0	2	13	16	19
Total current assets	505	417	384	436	517
Investments	5	0	25	25	25
PPE	10	234	351	336	322
Other assets	7	41	72	90	105
Total assets	526	750	891	946	1,028
Short-term loans	9	11	0	0	0
Accounts payable	38	123	161	161	171
Current maturities	0	16	16	18	18
Other current liabilities	9	10	25	31	38
Total current liabilities	56	160	202	210	227
Long-term debt	0	91	105	92	78
Other non-current liab.	4	11	16	19	22
Total non-current liab.	4	102	120	110	100
Total liabilities	60	262	322	320	327
Registered capital	103	103	103	103	103
Paid up capital	103	103	149	149	149
Share premium	287	287	287	287	287
Legal reserve	6	9	9	9	9
Retained earnings	38	51	93	149	224
Others	22	22	15	15	15
Minority Interests	10	17	17	17	18
Shareholders' equity	456	471	553	609	683

**Key Ratios**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Growth (%)</b>					
Revenue	17.2	19.1	99.3	23.8	17.8
EBITDA	49.1	31.0	113.4	32.6	23.3
Net profit	46.5	23.7	107.2	30.9	31.0
Normalized earnings	46.5	23.7	107.2	30.9	31.0
<b>Profitability (%)</b>					
Gross profit margin	57.6	59.0	48.8	48.8	49.0
EBITDA margin	17.2	18.9	20.2	21.7	22.7
EBIT margin	16.6	17.8	18.0	19.9	21.2
Normalized profit margin	11.7	12.2	12.6	13.4	14.9
Net profit margin	11.7	12.2	12.6	13.4	14.9
Normalized ROA	8.3	7.2	12.5	15.4	18.6
Normalized ROE	9.5	11.4	20.2	24.0	28.0
Normalized ROCE	13.2	13.3	23.0	29.5	34.0
<b>Risk (x)</b>					
D/E	0.1	0.6	0.6	0.5	0.5
Net D/E	-0.6	0.2	0.5	0.4	0.3
Net debt/EBITDA	-5.2	-0.4	0.4	0.1	-0.0
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	0.28	0.26	0.37	0.49	0.64
Normalized EPS	0.28	0.26	0.37	0.49	0.64
EBITDA	0.41	0.41	0.60	0.79	0.98
Book value	2.21	2.29	1.85	2.04	2.29
Dividend	0.19	0.22	0.22	0.29	0.38
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	77.9	83.5	58.3	44.5	34.0
Norm P/E	77.9	83.5	58.3	44.5	34.0
P/BV	9.9	9.5	11.8	10.7	9.5
EV/EBITDA	65.1	53.3	36.8	27.6	22.3
Dividend yield (%)	0.8	1.0	1.0	1.3	1.8

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>สำนักงานอัมมาลิงค์</b> 25 อาคารอัมมาลิงค์ 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 อาคารเอ็มมาร์ค 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 ถนนบรมราชตัด แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700</p>	<p><b>สาขา สีลม 1</b> 130-132 อาคารสีลม 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p>	<p><b>สาขา เคียนหวน (สีลม 2)</b> 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิฑู 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 ดรง</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.สุตะมิแล 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, 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 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 ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ 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