

DELTA (DELTA TB)

SELL

บมจ. เดลต้า อีเลคโทรนิคส์ (ประเทศไทย)

| Previous | SELL |
|---------------------------------|------------------------|
| 2022 Target Price (Bt) | 330 |
| Price (18/10/2021) | 454 |
| up/downside (%) | -27.3 |
| SET Index | 1,643.92 |
| Sector | Electronic Components |
| Foreign limit/actual (%) | 100.00/94.65 |
| Free float (%) | 22.35 |
| Market cap (Bt m) | 566,311.25 |
| Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD) | 1,430.83 |
| hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD) | 804.00, 286.00, 476.00 |
| IOD 2020 | 5 |
| THAI CAC | Certified |

คาด 3Q21 เริ่มฟื้น แต่จะดีขึ้นชัดเจนใน 4Q21

แนวโน้มกำไร 3Q21 จะฟื้นตัว Q-Q แต่ยังคงลดลง Y-Y เพราะฐานสูง แต่โดยรวมยังไม่ฟื้นเต็มที่ เพราะมีทั้งปัจจัยบวกลบสลับ แม้จะได้ผลบวกจากค่าเงินบาทอ่อนค่า และ Product Mix ที่ดีขึ้น แต่ถูกหักล้างด้วยผลของ Raw Material Shortage ส่วนใหญ่มาจากหน้าท่วมที่โรงงานบางปู และทำให้วัตถุดิบที่อยู่ระหว่างเคลื่อนย้ายได้รับความเสียหาย และจัดเตรียมวัตถุดิบมาป้อนโรงงานได้ไม่ทัน แต่คาดว่าปัญหาต่างๆ จะเริ่มคลี่คลายมากขึ้นใน 4Q21 ทั้งแรงงานติดเชื้อ ค่าขนส่งทางอากาศเริ่มปรับลง และอยู่ระหว่างบริหารจัดการวัตถุดิบเพื่อให้ทันกับคำสั่งซื้อโดยรวมที่ยังดีต่อเนื่อง คาดกำไรจะฟื้นตัวได้มากขึ้นใน 4Q21 และชัดเจนในปี 2022 เราคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2021-22 ตามเดิม +9.5% Y-Y และ +31% Y-Y และคงเป้าหมายปี 2022 ที่ 330 บาท (อิง PE 40 เท่า)

คาดกำไร 3Q21 จะฟื้น Q-Q แต่ยังมีปัญหา Raw Material Shortage อยู่

คาดกำไรสุทธิ 3Q21 อยู่ที่ 1,776 ลบ. (+7.3% Q-Q, -32.8% Y-Y) ถือเป็นกำไรที่ฟื้นตัว Q-Q อย่างที่เคยคาด แต่ไม่ฟื้นเต็มที่ แม้จะมีปัจจัยบวกจาก ค่าเงินบาทอ่อนค่า ทำให้รายได้สกุลบาทพอทรงตัวได้ (แต่ขาดรายได้ USD จะลดลง) และ Product Mix เปลี่ยน โดยมีรายได้กลุ่มมาร์จิ้นดีอย่าง High-end Data Center ปรับตัวสูงขึ้น และกลุ่มมาร์จิ้นต่ำกว่า Standard Product (Data Center และ Networking) รวมถึงคำสั่งซื้อที่มาจาก Delta Taiwan ได้ปรับลดลง คาดค่าใช้จ่ายในไตรมาสที่อ่อนลง -16.2% Q-Q ทำให้ SG&A to Sales จะลดลงมาอยู่ที่ 12.7% จาก 15.2% ใน 2Q21 ในขณะที่ปัจจัยลบที่เกิดขึ้นในไตรมาสคือ ปัญหาขาดแคลนวัตถุดิบทั้งจาก COVID เองที่กระทบเป็นทุนเดิมอยู่แล้ว ยังเผชิญปัญหาน้ำท่วมโรงงานบางปูราว 1-2 วัน แต่ได้เกิดความเสียหายต่อ Raw Material ที่อยู่ระหว่างเตรียมเคลื่อนย้ายจาก Warehouse มายังโรงงาน คิดเป็นมูลค่าราว US\$10 ล้าน (กระทบ GM 0.5%) รวมถึงกระทบต่อไปยังการผลิต ปัจจุบันอยู่ระหว่างบริหารจัดการเรื่องวัตถุดิบ เพื่อผลิตให้ทันกับ Demand ที่ยังดีต่อเนื่องได้ เชื่อว่าจะกลับมาดีขึ้นใน 4Q21

คาดเห็นการฟื้นตัวมากขึ้น 4Q21 ยังคงประมาณการกำไรและราคาเป้าหมาย

เราคาดหวังการฟื้นตัวใน 4Q21 ภายหลังจากหลายปัญหาเริ่มคลี่คลายทั้งแรงงานติดเชื้อ โรงงานน้ำท่วม รวมถึงค่าขนส่งทางอากาศเริ่มชะลอตัวหลังปริมาณเที่ยวบินเริ่มฟื้นตัว และอยู่ระหว่างแก้ปัญหาวัตถุดิบ น่าจะทยอยดีขึ้นเป็นลำดับ คาดบริษัทจะกลับมาเดินหน้าขยายกำลังการผลิตให้ได้ตามแผนที่ซื้อที่ดินใกล้โรงงานเดิมบางปูราว 50 ไร่ คาดจะก่อสร้างแล้วเสร็จ และเริ่ม Operate ได้อย่างเร็วใน 2H22 เพื่อแก้ไขปัญหาเดิมที่มีอยู่จากกำลังการผลิตที่ไม่เพียงพอ และต้องอาศัยการทำ OT ซึ่งเป็นการผลิตที่เกิดระดับที่เหมาะสม และไม่ได้ Economies of Scale อย่างที่ควรจะเป็น เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2021-22 ไว้ตามเดิมที่ 7,774 ลบ. (+9.5% Y-Y) และ 10,181 ลบ. (+31% Y-Y) และคงเป้าปี 2022 ที่ 330 บาท (อิง PE เดิม 40 เท่า)

3Q21E Earnings Preview

| (Bt=mn) | 3Q21E | 2Q21 | %Q-Q | 3Q20 | %Y-Y |
|--------------------|--------|--------|-------|--------|-------|
| Sales in USD (mn) | 628 | 656 | -4.3 | 565 | 11.2 |
| Sales revenue (mb) | 20,661 | 20,640 | 0.1 | 17,540 | 17.8 |
| Cost | 16,632 | 16,181 | 2.8 | 12,965 | 28.3 |
| Gross profit | 4,029 | 4,459 | -9.6 | 4,574 | -11.9 |
| SG&A costs | 2,624 | 3,130 | -16.2 | 2,148 | 22.2 |
| Norm profit | 1,626 | 1,432 | 13.5 | 2,536 | -35.9 |
| Net profit | 1,776 | 1,655 | 7.3 | 2,642 | -32.8 |
| Gross margin % | 19.5 | 21.6 | -2.1 | 26.7 | -7.2 |
| SG&A as % of Sales | 12.7 | 15.2 | -2.5 | 12.2 | 0.5 |
| Net margin % | 8.6 | 8.0 | 0.6 | 15.1 | -6.5 |

Source: FSS Estimates

| Consolidated earnings | | | | |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| BT (mn) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| Revenue | 63,208 | 77,461 | 88,356 | 92,774 |
| Normalized profit | 6,828 | 7,774 | 10,181 | 11,147 |
| Net profit | 7,102 | 7,774 | 10,181 | 11,147 |
| EPS (Bt) - norm | 5.48 | 6.23 | 8.16 | 8.94 |
| EPS (Bt)- reported | 5.69 | 6.23 | 8.16 | 8.94 |
| % growth y-y | 139.9 | 9.5 | 31.0 | 9.5 |
| Dividend/share (Bt) | 3.30 | 3.74 | 4.90 | 5.36 |
| BV/share (Bt) | 30.15 | 33.02 | 36.29 | 39.86 |
| EV/EBITDA (x) | 67.66 | 62.62 | 49.57 | 45.31 |
| PER (x) - norm | 84.0 | 73.8 | 56.3 | 51.5 |
| PER (x) | 80.8 | 73.8 | 56.3 | 51.5 |
| PBV (x) | 15.3 | 13.9 | 12.7 | 11.5 |
| Dividend yield (%) | 0.7 | 0.8 | 1.1 | 1.2 |
| ROE (%) | 18.2 | 18.9 | 22.5 | 22.4 |
| YE No. of shares (million) | 1,247 | 1,247 | 1,247 | 1,247 |
| Par (Bt) | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |

Source: Company data, FSS estimates

Analyst: Sureeporn Teewasuwet

Register No.: 040694

Tel.: +662 646 9972

email: sureeporn.t@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

 Finasia Syrus Securities

 Finasia

 @fnsyrus

Company Overview

DELTA ก่อตั้งขึ้นในปี 1988 ดำเนินธุรกิจด้านการผลิตและส่งออกผลิตภัณฑ์ Power Supply และอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์อื่นๆ เช่น พัดลมอิเล็กทรอนิกส์ (DC Fan), EMI Filter และ โซลีนอยด์ โดยดำเนินธุรกิจผลิตภัณฑ์ด้านการจัดการระบบกำลังไฟฟ้า (Power Management Solutions) ครอบคลุมผลิตภัณฑ์เช่น ระบบกำลังไฟ (Power Systems) ที่ใช้ในอุตสาหกรรมเทคโนโลยีสารสนเทศ ระบบโทรคมนาคม อุปกรณ์ในภาคอุตสาหกรรม อุปกรณ์สำนักงาน อุปกรณ์การแพทย์ Power Supply เพื่อการใช้งานกับ Server, Computer และระบบเครือข่าย (Networking) เครื่องปรับระดับแรงดันไฟฟ้ากระแสตรง (DC-DC Converter) และ Adapter ปัจจุบันได้ขยายไปยังธุรกิจพลังงานทดแทน ได้แก่ ระบบพลังงานแสงอาทิตย์ พลังงานลม และอุปกรณ์สำหรับยานยนต์ไฟฟ้า (EV) และยานยนต์ไฮบริด (HEV) สามารถแบ่งกลุ่มธุรกิจออกเป็น 3 กลุ่ม 1. กลุ่มผลิตภัณฑ์ Power Electronics 2. กลุ่มผลิตภัณฑ์ Automation และ 3. กลุ่มผลิตภัณฑ์โครงสร้างพื้นฐาน Infrastructure

| กลุ่มผลิตภัณฑ์ | 2563 | | 2562 | |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | รายได้ | % | รายได้ | % |
| กลุ่มเพาเวอร์อิเล็กทรอนิกส์ (Power Electronics) | 45,020 | 71.2% | 32,296 | 62.0% |
| กลุ่มผลิตภัณฑ์โครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure) | 16,252 | 25.7% | 17,463 | 33.6% |
| กลุ่มผลิตภัณฑ์อัตโนมัติ (Automation) | 1,811 | 2.9% | 2,120 | 4.1% |
| ผลิตภัณฑ์อื่นๆ | 125 | 0.2% | 168 | 0.3% |
| ยอดรวม | 63,208 | 100.0% | 52,047 | 100.0% |

บริษัทมีโรงงานในไทย 2 แห่ง (4 โรง) ตั้งอยู่ที่นิคมอุตสาหกรรมบางปู จ.สมุทรปราการ 3 แห่ง (ประกอบด้วย โรงงาน 1 – Electric Vehicle Solutions, โรงงาน 3 – Network Solution, โรงงาน 5 – Power and systems) และอยู่ที่นิคมอุตสาหกรรมเวลโกรว์ จ.ฉะเชิงเทรา 1 แห่ง (โรงงาน 6 – Fan & Thermal Management) โดยสิ้นปี 2019 บริษัทและบริษัทย่อยมีพนักงานรวมประมาณ 15,250 คน นอกจากนี้ยังมีโรงงานในต่างประเทศได้แก่ อินเดีย (เมือง Rudrapur และ Krishnagiri), สโลวาเกีย (เมือง Dubnicnad Vahom และ Liptovsky Hradok) และเมียนมาร์ (เมืองย่างกุ้ง)

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ DELTA โดยอิง PE 40 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยบริษัทชั้นนำอิเล็กทรอนิกส์ทั่วโลกที่เทรดเฉลี่ย 30-35 เท่า เพื่อสะท้อนแนวโน้มการเติบโตที่ดีขึ้นในปี 2022 หลังผ่านปัญหา Logistic Shortage และ Raw Material ในปีนี้

ESG

Environment

- บริษัทได้เล็งเห็นถึงความสำคัญในการจัดทำระบบการจัดการด้านสิ่งแวดล้อม ปัจจุบันได้รับการรับรองมาตรฐานระบบการจัดการด้านสิ่งแวดล้อมในระดับประเทศและโลกเช่น ISO14001, ISO14067, ISO14064-1, IECQ QC08000, ISO50001, OHSAS18001 บริษัทนับเป็นรายแรกในประเทศไทยที่ได้รับใบรับรองมาตรฐาน ISO14064-1 และ ISO50001 และเป็นโรงงานแห่งแรกในไทยที่ได้รับการรับรองมาตรฐานอาคารเขียว ระดับทอง จากสภาอาคารเขียวสหรัฐ (USGBC) ที่จะลดการปล่อย Carbon Footprint
- บริษัทมีนโยบายการเลิกใช้แร่ที่มีข้อขัดแย้ง และลงนามในแถลงการณ์การไม่ใช้โลหะต้องห้าม โดยต้องมีการตรวจสอบแหล่งกำเนิดด้วย ณ สิ้นปี 2020 มี Suppliers ของบริษัทราว 98% แล้วที่ได้ลงนามในแถลงการณ์ดังกล่าว ถือว่ามีจุดมุ่งหมายเดียวกันและยังให้ Suppliers กว่า 80% ตอบแบบสอบถามด้านความยั่งยืน

Social

- บริษัทให้ความสำคัญและก้าวผ่านความท้าทายหลายประการสู่การสร้างสรรค์นวัตกรรมที่ช่วยลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ เช่น Power Supply และ Solutions ระบบจัดการความร้อน ที่ช่วยลดการสิ้นเปลืองพลังงาน โดยบริษัทได้ดำเนินการพัฒนาผลิตภัณฑ์และ Solution ที่ตอบสนองต่อ Mega Trend ควบคู่กับมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการที่ดี ตลอดจนใส่ใจอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม และการพัฒนาชุมชนอย่างจริงจัง
- บริษัทได้รับรางวัล CSR-DIW Continuous Award ประจำปี 2019 จากกรมโรงงานอุตสาหกรรม เป็นปีที่ 8 ติดต่อกัน และมีนโยบายอุบัติเหตุต้องเป็นศูนย์ (Zero Accident) โดยต้องการลดอุบัติเหตุในโรงงาน และพนักงาน ร่วมกับแผนการดูแลพนักงานอย่างทั่วถึงและมีความสุขทั้ง มุมนมแม่ องค์กรแห่งความสุข (Happy Workplace) และส่งเสริมอาชีพให้พนักงานที่เกษียณอายุ

Governance

- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการ 9 คน ประกอบด้วยกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 3 คน และกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 6 คน ซึ่งในจำนวนนี้มีกรรมการอิสระ 4 คน มากกว่า 1 ใน 3 จำนวนกรรมการทั้งหมด ทำให้เกิดการถ่วงดุลในการออกเสียงเพื่อพิจารณาเรื่องต่างๆ และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- เพื่อป้องกันการรั่วไหลข้อมูลภายในโดยมิชอบ บริษัทมีนโยบายจำกัดการใช้ข้อมูลภายในให้อยู่ในวงเฉพาะผู้บริหารตั้งแต่ระดับกลางถึงสูง และห้ามกรรมการ ผู้บริหารซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วง 1 เดือน ก่อนประกาศผลการดำเนินงานสู่สาธารณชน
- บริษัทถูกจัดอันดับเป็นหุ้นยั่งยืนประจำปี 2020 จากตลท.เป็นปีที่ 6 ติดต่อกัน, ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการโดยรวมของบริษัทจดทะเบียนไทยประจำปี 2020 ในระดับ ดีเลิศ (Excellent) จาก IOD ติดต่อกันเป็นปีที่ 5 และได้รับการประเมินเป็นหลักทรัพย์ใน ESG100 ประจำปี 2020 ของสถาบันไทยพัฒนาติดต่อกันเป็นปีที่ 6
- บริษัทได้รับรางวัล S&P Global Silver Class สำหรับผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนยอดเยี่ยมในธุรกิจ อุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ เครื่องมือ และส่วนประกอบ ติดต่อกัน 2 ปี ในรายงาน The Sustainability Yearbook 2021
- ในปี 2021 บริษัทไม่ได้รับการถูกคัดเลือกเข้าคำนวณใน THIS Index (Thailand Sustainability investment) จากตลท. เป็นครั้งแรกในรอบ 7 ปี

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

เนื่องจากบริษัทมีรายได้ส่วนใหญ่ในรูปสกุลเงิน USD ราว 82% รองมาคือสกุลเงินอื่น 17% และสกุลบาทเพียง 1% ในขณะที่มีต้นทุนในรูปเงินตราต่างประเทศ 75% อีก 25% เป็นสกุลบาท จึงสามารถป้องกันความเสี่ยงด้วย Natural Hedge ได้ส่วนหนึ่ง แต่ยังมีบางส่วนที่อาจเผชิญความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน ในกรณีที่ค่าเงินบาทแข็งค่า อย่างไรก็ตาม บริษัทได้มีการทำ Forward Contract เพื่อป้องกันความเสี่ยงควบคู่ไปด้วย

ความเสี่ยงจากการขาดแคลนวัตถุดิบ

บริษัทอาจประสบปัญหากรณี Suppliers ไม่สามารถจัดส่งวัตถุดิบได้อย่างต่อเนื่อง และทันเวลา รวมถึงไม่สามารถหาวัตถุดิบได้ตรงตามข้อกำหนด อีกทั้งผลกระทบจากการหยุดชะงักของ Supply Chain อาจกระทบต่อกระบวนการผลิตและผลการดำเนินงานของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากเศรษฐกิจโลกชะลอตัว

ทั้งราคาและปริมาณขายชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ของบริษัท อาจได้รับผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัว ที่อาจเกิดขึ้นจากปัจจัยต่างๆ เช่น สงครามการค้าระหว่างสหรัฐ และจีน, การถอนตัวออกจากสหภาพยุโรปของอังกฤษ และโรคระบาดต่างๆ

ความเสี่ยงจากค่าแรงขั้นต่ำปรับตัวสูงขึ้น และขาดแคลนแรงงาน

แม้บริษัทจะพยายามปรับใช้เครื่องจักรและสายการผลิตอัตโนมัติเข้ามาแทนแรงงานคน แต่ยังมีสายการผลิตบางอย่างที่ยังจำเป็นต้องใช้แรงงานในกระบวนการผลิต หรือตรวจสอบสินค้า ซึ่งต้องเป็นแรงงานที่มีทักษะ และได้รับการฝึกฝน ดังนั้นหากมีการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ อาจทำให้ต้นทุนแรงงานของบริษัทปรับตัวสูงขึ้น รวมถึงหากเผชิญปัญหาการขาดแคลนแรงงานที่มีทักษะ อาจกระทบต่อต้นทุนหรือกระบวนการผลิตของบริษัทได้

ความเสี่ยงด้านสิทธิทางกฎหมายและทรัพย์สินทางปัญญา

เนื่องจากบริษัทถือเป็นผู้ผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ที่ค่อนข้างทางกลางน้ำถึงปลายน้ำ และมีการพัฒนาทำ R&D มาอย่างต่อเนื่อง เพื่อสร้างสรรค์สินค้าเทคโนโลยีใหม่ๆ ตอบสนองความต้องการของผู้บริโภค ซึ่งเป็นสิ่งที่บริษัทเชี่ยวชาญ และเห็นได้จากความสามารถทำกำไรในระดับที่สูง และมีอัตราการเติบโตของผลการดำเนินงานที่ดี สามารถปรับตัวให้ทันกับเทคโนโลยีที่เปลี่ยนแปลง และเติบโตไปพร้อมกับ Mega Trend ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงหากบริษัทถูกละเมิดทรัพย์สินทางปัญญา รวมถึงหากพนักงานนำความลับทางการค้าไปเผยแพร่ อาจสร้างความเสียหายกับบริษัทได้ ดังนั้นบริษัทจึงให้ความสำคัญกับการปกป้องและคุ้มครองรักษาทรัพย์สินทางปัญญาของบริษัทให้พ้นจากการละเมิดหรือถูกนำไปใช้โดยไม่ได้รับอนุญาต

Income Statement (Consolidated)

| (Bt mn) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Revenue | 52,047 | 63,208 | 77,461 | 88,356 | 92,774 |
| Cost of sales | 41,411 | 48,089 | 60,032 | 67,150 | 70,044 |
| Gross profit | 10,636 | 15,119 | 17,429 | 21,205 | 22,730 |
| SG&A | 8,314 | 8,762 | 10,457 | 11,928 | 12,524 |
| Operating profit | 2,322 | 6,356 | 6,972 | 9,277 | 10,205 |
| Other income | 667 | 619 | 930 | 1,060 | 1,113 |
| EBIT | 2,989 | 6,975 | 7,901 | 10,338 | 11,318 |
| EBITDA | 4,055 | 8,563 | 9,278 | 11,684 | 12,711 |
| Interest charge | 2 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| Tax on income | 23 | 208 | 79 | 103 | 113 |
| Earnings after tax | 2,964 | 6,767 | 7,820 | 10,233 | 11,204 |
| Minority interest | 13.8 | -49.8 | 1.2 | 1.4 | 2.0 |
| Normalized earnings | 3,030 | 6,828 | 7,774 | 10,181 | 11,147 |
| Extraordinary items | -70 | 274 | 0 | 0 | 0 |
| Net profit | 2,960 | 7,102 | 7,774 | 10,181 | 11,147 |

Cash Flow Statement (Consolidated)

| (Bt mn) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Net profit | 2,960 | 7,102 | 7,774 | 10,181 | 11,147 |
| Deprec. & amortization | 1,733 | 2,206 | 2,306 | 2,406 | 2,506 |
| Change in working capital | 611 | -2,211 | -4,152 | -1,336 | -885 |
| Other adjustments | -32 | -293 | 0 | 0 | 0 |
| Cash flow from operations | 5,272 | 6,804 | 5,928 | 11,252 | 12,768 |
| Capital expenditure | -4,948 | -3,523 | -2,000 | -2,000 | -2,000 |
| Others | -182 | 158 | -331 | -131 | -53 |
| Cash flow from investing | -5,130 | -3,364 | -2,331 | -2,131 | -2,053 |
| Free cash flow | 143 | 3,440 | 3,598 | 9,121 | 10,715 |
| Net borrowings | 251 | 613 | 320 | 351 | -339 |
| Equity capital raised | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Dividends paid | -3,033 | -2,245 | -4,664 | -6,109 | -6,688 |
| Others | -686 | -432 | 469 | -2 | 2 |
| Cash flow from financing | -3,468 | -2,063 | -3,875 | -5,759 | -7,026 |
| Net change in cash | -3,325 | 1,377 | -278 | 3,362 | 3,690 |

Balance Sheet (Consolidated)

| (Bt mn) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Cash | 12,505 | 13,882 | 13,604 | 16,966 | 20,656 |
| Accounts receivable | 9,845 | 13,997 | 18,039 | 18,882 | 19,826 |
| Inventory | 9,004 | 12,655 | 13,980 | 15,638 | 16,312 |
| Other current assets | 1,292 | 1,917 | 1,704 | 1,767 | 1,855 |
| Total current assets | 32,646 | 42,452 | 47,328 | 53,253 | 58,649 |
| Investments | 732 | 284 | 650 | 650 | 650 |
| Plant, property & equipment | 11,408 | 12,724 | 12,418 | 12,012 | 11,506 |
| Other assets | 1,468 | 1,759 | 1,723 | 1,854 | 1,907 |
| Total assets | 46,255 | 57,219 | 62,119 | 67,769 | 72,711 |
| Short-term loans | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Accounts payable | 10,255 | 16,181 | 17,270 | 18,397 | 19,190 |
| Current maturities | 0 | 73 | 50 | 30 | 10 |
| Other current liabilities | 698 | 917 | 852 | 972 | 1,021 |
| Total current liabilities | 10,952 | 17,170 | 18,172 | 19,399 | 20,221 |
| Long-term debt | 0 | 108 | 50 | 20 | -10 |
| Other non-current liab. | 2,121 | 2,333 | 2,711 | 3,092 | 2,783 |
| Total non-current liab. | 2,121 | 2,441 | 2,761 | 3,112 | 2,773 |
| Total liabilities | 13,073 | 19,611 | 20,933 | 22,512 | 22,994 |
| Registered capital | 1,259 | 1,259 | 1,259 | 1,259 | 1,259 |
| Paid up capital | 1,247 | 1,247 | 1,247 | 1,247 | 1,247 |
| Share premium | 1,492 | 1,492 | 1,492 | 1,492 | 1,492 |
| Legal reserve | 126 | 126 | 126 | 126 | 126 |
| Retained earnings | 30,145 | 34,747 | 38,326 | 42,399 | 46,857 |
| Minority Interests | 172 | -4 | -5 | -7 | -5 |
| Shareholders' equity | 33,182 | 37,607 | 41,186 | 45,257 | 49,717 |

Key Ratios

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Growth (%) | | | | | |
| Revenue | -1.9 | 21.4 | 22.5 | 14.1 | 5.0 |
| EBITDA | -33.3 | 111.2 | 8.4 | 25.9 | 8.8 |
| Net profit | -42.4 | 139.9 | 9.5 | 31.0 | 9.5 |
| Normalized earnings | -39.2 | 125.3 | 13.9 | 31.0 | 9.5 |
| Profitability (%) | | | | | |
| Gross profit margin | 20.4 | 23.9 | 22.5 | 24.0 | 24.5 |
| EBITDA margin | 7.8 | 13.5 | 12.0 | 13.2 | 13.7 |
| EBIT margin | 5.7 | 11.0 | 10.2 | 11.7 | 12.2 |
| Normalized profit margin | 5.8 | 10.8 | 10.0 | 11.5 | 12.0 |
| Net profit margin | 5.7 | 11.2 | 10.0 | 11.5 | 12.0 |
| Normalized ROA | 6.6 | 11.9 | 12.5 | 15.0 | 15.3 |
| Normalized ROE | 9.2 | 18.2 | 18.9 | 22.5 | 22.4 |
| Normalized ROCE | 8.5 | 17.4 | 18.0 | 21.4 | 21.6 |
| Risk (x) | | | | | |
| D/E | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| Net D/E | 0.0 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.0 |
| Net debt/EBITDA | 0.1 | 0.7 | 0.8 | 0.5 | 0.2 |
| Per share data (Bt) | | | | | |
| Reported EPS | 2.37 | 5.69 | 6.23 | 8.16 | 8.94 |
| Normalized EPS | 2.43 | 5.48 | 6.23 | 8.16 | 8.94 |
| EBITDA | 3.25 | 6.87 | 7.44 | 9.37 | 10.19 |
| Book value | 26.46 | 30.15 | 33.02 | 36.29 | 39.86 |
| Dividend | 1.80 | 3.30 | 3.74 | 4.90 | 5.36 |
| Par | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| Valuations (x) | | | | | |
| P/E | 193.8 | 80.8 | 73.8 | 56.3 | 51.5 |
| Norm P/E | 189.3 | 84.0 | 73.8 | 56.3 | 51.5 |
| P/BV | 17.4 | 15.3 | 13.9 | 12.7 | 11.5 |
| EV/EBITDA | 141.6 | 67.7 | 62.6 | 49.6 | 45.3 |
| Dividend yield (%) | 0.4 | 0.7 | 0.8 | 1.1 | 1.2 |

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

| | | | | |
|--|---|--|---|--|
| สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500 | สำนักงานอัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999 | สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พินเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อนุสาวรีย์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999 | สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545 | สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130 |
| 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 | สาขา มินท์ ทาวเวอร์ ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9 อาคาร มินท์ ทาวเวอร์ เลขที่ 719 ถนนบรมหัตถทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700 | สาขา สีลม 1 130-132 อาคารสีลม ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100 | สาขา เคียนหวน (สีลม 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717 | สาขา สาทร เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสโก้ทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร 02-036-4859 |
| สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180 | สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300 | สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิคเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193 | | |
| สาขา ขอนแก่น 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมวังแก่นนคร) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925 | สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589 | สาขา เชียงใหม่ 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-711 | สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120 | สาขา สมุทรสาคร เลขที่ 813/30 ถนนนเรศวร ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045 |
| สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599 | สาขา นครราชสีมา 198/1 ต.ระกอบสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323 | สาขา อนุโลมภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499 | สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777 | สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595 |
| สาขา ดรง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219 | สาขา ปัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุตะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี 073-350-140-4 | | | |

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 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