

STA (STA TB)

T-BUY

บมจ. ศรีตรังแอโกรอินดัสทรี

Previous	T-BUY
2022 Target Price (Bt)	32.0
Price (09/11/2021)	30.5
up/downside (%)	+4.9
SET Index	1,631.69
Sector	Agribusiness
Foreign limit/actual (%)	49.00/18.16
Free float (%)	55.50
Market cap (Bt m)	46,848.00
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	1,076.18
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	56.75, 25.50, 42.38
IOD 2020	5
THAI CAC	Certified

ธุรกิจ NR สดใส ส่วนถุงมือยางรอเข้าสู่จุดสมดุล

ระยะสั้นแนวโน้มกำไร 4Q21 จะอ่อนลงต่อทั้ง Q-Q, Y-Y จากแรงกดดันของราคาขายถุงมือยางที่คาดปรับลงต่อราว -25% Q-Q ประชุมนักวิเคราะห์วานนี้ บริษัทได้ให้ภาพแนวโน้มราคาถุงมือยางว่าใกล้เข้าสู่จุดสมดุลในเดือน ธ.ค.21-ม.ค.22 ซึ่งน่าจะมียอดค้าต่ำสุดที่ US\$35 ต่อ 1,000 ชิ้น สูงกว่าช่วงก่อน COVID เกือบเท่าตัว ขณะที่ตั้งเป้าปริมาณขายถุงมือปี 2022 จะเร่งขึ้น +59% Y-Y แต่ด้วยราคาขายเฉลี่ยที่ลดลงเมื่อเทียบกับฐานที่สูงในปี 2021 จึงคาดว่ากำไรถุงมือยางจะอ่อนตัวลงในปี 2022 ทั้งนี้เรายังมองบวกต่อแนวโน้มธุรกิจยางธรรมชาติที่ยังสดใสในเชิงปริมาณขายตั้งเป้า +26% Y-Y และราคาขายที่กำลังเข้าสู่ช่วงขาขึ้น แต่ด้วยน้ำหนักของกำไรถุงมือยางที่มากกว่า จึงคาดว่ากำไรสุทธิปี 2022 จะปรับลดลง -42% Y-Y จากฐานกำไรที่สูงในปี 2021 คาดโต +73% Y-Y และปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 32 บาท (อิง PBV 1 เท่า เท่ากับค่าเฉลี่ย) คงคำแนะนำ เก็งกำไร

กำไร 3Q21 เริ่มอ่อนลง Q-Q จากธุรกิจถุงมือยาง

กำไรสุทธิ 3Q21 เท่ากับ 3,231 ลบ. (-36% Q-Q, +55% Y-Y) หากไม่รวม FX Gain 190 ลบ. และ Derivative Loss -715 ลบ. จะมีกำไรปกติเท่ากับ 3,756 ลบ. (-26.5% Q-Q, +62.2% Y-Y) ซึ่งมาจากธุรกิจถุงมือยาง 2,575 ลบ. (-37.5% Q-Q, +5.2% Y-Y) และมาจากธุรกิจยางธรรมชาติ 1,181 ลบ. (+20% Q-Q, พลิกจากที่ขาดทุน -132 ลบ. ใน 3Q20) สาเหตุที่กำไรถุงมือยางปรับลง Q-Q แม้ปริมาณขายถุงมือปรับขึ้น +23.6% Q-Q เป็น 7.07 พันล้านชิ้น แต่ถูกหักล้างด้วยราคาขายถุงมือยางที่ลดลงราว -35.8% Q-Q เป็น US\$46.7 ต่อ 1,000 ชิ้น ซึ่งกำไรจากถุงมือยางยังเป็นสัดส่วนที่สูงราว 69% ของกำไรรวมของ STA ขณะที่อีก 31% มาจากกำไรของยางธรรมชาติที่ยังทำได้ดีต่อเนื่อง ทั้งในแง่ของรายได้ +4.9% Q-Q, +109.9% Y-Y และอัตรากำไรขั้นต้นขยับขึ้นเป็น 13.6% จาก 12.1% ใน 2Q21 และ 7.4% ใน 3Q20

แนวโน้มกำไร 4Q21 น่าจะอ่อนลง Q-Q, Y-Y จากราคาขายถุงมือที่ยังลดลง

แนวโน้มกำไร 4Q21 น่าจะยังอ่อนลง Q-Q และ Y-Y แม้ธุรกิจยางธรรมชาติกำลังเป็นขาขึ้น คาดปริมาณขายจะเร่งขึ้น +12.4% Q-Q, +63% Y-Y เป็น 3.5 แสนตัน และราคาขายยังปรับขึ้นต่อ แต่ด้วยน้ำหนักของธุรกิจถุงมือยางที่มากกว่า ซึ่งคาดว่าราคาขายถุงมือยางใน 4Q21 จะอ่อนลงราว -25% Q-Q เป็น US\$35 ต่อ 1,000 ชิ้น ขณะที่บริษัทตั้งเป้าปริมาณขายถุงมือเพิ่มขึ้นราว 7%-14% Q-Q สาเหตุที่ราคายังอ่อนลงเพราะ Demand เริ่มกลับสู่ภาวะปกติ ไม่มี Rush Order จำนวนมากเหมือนในช่วงก่อนหน้า กอปรกับ Supply เร่งตัวขึ้นจากการขยายกำลังการผลิตของผู้ประกอบการส่วนใหญ่ในอุตสาหกรรม

เรายังมองบวกต่อธุรกิจยางธรรมชาติปี 2022 และถุงมือยางใกล้เจอจุดสมดุล

เรายังมองบวกต่อธุรกิจยางธรรมชาติในปี 2022 จาก Demand ที่ยังดีต่อเนื่อง หลายผู้ประกอบการยางล้อที่มีฐานการผลิตในไทย อยู่ระหว่างขยายกำลังการผลิต ในขณะที่ Supply ยังตึงตัว จากอินโดนีเซียที่ประสบปัญหาโรคโคโรนาไวรัส และทำให้ราคาขายอินโดสูงกว่าราคา SICOM ถึง 20 เซนต์ต่อกก. ส่งผล Demand ยางของไทยปรับตัวขึ้น ทั้งนี้บริษัทตั้งเป้าปริมาณขายยางธรรมชาติปี 2022 เพิ่มขึ้น 26% Y-Y เป็น 1.6 ล้านตัน และราคาขายยังอยู่ในช่วงเริ่มต้นของขาขึ้น คาดราคาขาย SICOM ปี 2022 จะขยับขึ้นเป็น 190-220 เซนต์ต่อกก. จากราคาเฉลี่ย 2021TD ที่ 166 เซนต์ต่อกก. แต่เชื่อว่าจะถูกหักล้างด้วยแนวโน้มกำไรถุงมือยางที่น่าจะอ่อนตัวลงจากฐานสูง แม้บริษัทยังตั้งเป้าปริมาณขายถุงมือยางปี 2022 เร่งตัวขึ้น +59% Y-Y เป็น 4.3 หมื่นล้านชิ้น จากที่น่าจะทำได้ราว 2.7 หมื่นล้านชิ้นในปี 2021 ภายหลังปัญหา Container Shortage น่าจะเริ่มคลี่คลาย แต่คาดว่าราคาขายถุงมือน่าจะอ่อนตัวลงมาอยู่ในกรอบ US\$25-35 ต่อ 1,000 ชิ้น จากราคาขายเฉลี่ยในปี 2021 ที่ US\$58 ต่อ 1,000 ชิ้น ทั้งนี้บริษัทมองว่าราคาขายใกล้เคียงผ่านจุดต่ำสุดในเดือน ธ.ค.21-ม.ค.22 ที่ระดับราคา US\$35 ต่อ 1,000 ชิ้นแล้ว (สูงกว่าราคาปีก่อน COVID ที่ US\$19 ต่อ 1,000 ชิ้น)

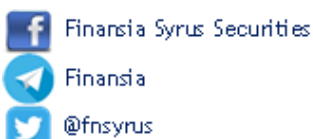
ปรับลดประมาณการกำไร และปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2022

เบื้องต้นเรายังคาดว่ากำไรสุทธิปี 2021 ไร่ที่ 1.65 หมื่นลบ. (+73% Y-Y) และปรับลดกำไรสุทธิปี 2022 ลง 26% เป็น 9,530 ลบ. (-42.2% Y-Y) แม้ล่าสุดบริษัทจะได้รับใบอนุญาตปลูกกัญชง 5 ไร่ที่ลำปาง ซึ่งอยู่ในระหว่างนำเข้าเมล็ดจาก US คาดจะลงปลูกได้ภายในเดือน พ.ย. และน่าจะเริ่มได้ผลผลิตเดือน มี.ค. 22 แต่ด้วยพื้นที่ยังไม่มาก คาดรายได้และกำไรจากกัญชงยังไม่ส่งอย่างมีนัยสำคัญต่อประมาณการ เราปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 32 บาท (โดยปรับลด Target PBV เป็น 1 เท่า จากเดิม 1.5 เท่า กลับมาเท่ากับ PBV เฉลี่ยของบริษัท) คงคำแนะนำ เก็งกำไร

Consolidated earnings				
BT (mn)	2019	2020	2021E	2022E
Revenue	60,286	75,479	114,937	93,674
Normalized profit	-239	9,344	17,730	9,530
Net profit	-149	9,531	16,489	9,530
EPS (Bt) - norm	-0.16	6.08	11.54	6.20
EPS (Bt)- reported	-0.10	6.21	10.74	6.20
% growth y-y	nm	nm	73.0%	-42.2%
Dividend/share (Bt)	0.35	2.25	4.50	2.48
BV/share (Bt)	15.70	24.79	31.02	31.66
EV/EBITDA (x)	25.34	2.98	1.83	3.25
PER (x) - norm	nm	5.0	2.6	4.9
PER (x)	nm	4.9	2.8	4.9
PBV (x)	1.9	1.2	1.0	1.0
Dividend yield (%)	1.1	7.4	14.7	8.1
ROE (%)	nm	25.0	34.6	19.6
YE No. of shares (million)	1,536	1,536	1,536	1,536
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

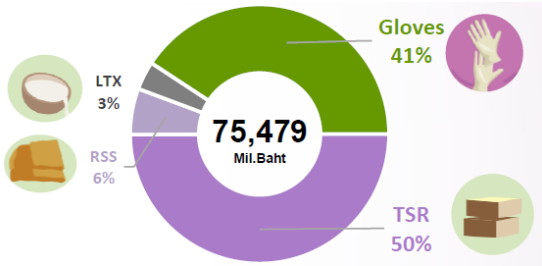
Source: Company data, FSS estimates

Analyst: Sureeporn Teewasuwet
 Register No.: 040694
 Tel.: +662 646 9972
 email: sureeporn.t@fnsyrus.com
 www.fnsyrus.com

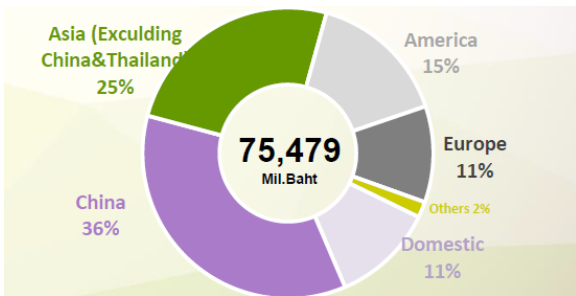


Company Overview

STA ก่อตั้งขึ้นตั้งแต่ปี 1987 ดำเนินธุรกิจเป็นผู้ผลิต จำหน่าย และส่งออกผลิตภัณฑ์ยางธรรมชาติ ได้แก่ ยางแท่ง ยางแผ่นรมควัน น้ำยางข้น และต่อเนื่องมายังผลิตภัณฑ์ปลายน้ำอย่าง ถุงมือยางธรรมชาติและถุงมือยางไนไตรล์ที่ใช้ทางการแพทย์ และท่อยางไฮดรอลิคแรงดันสูง เป็น ถือเป็นผู้ประกอบการยางธรรมชาติแบบครบวงจร และเป็นผู้นำอันดับ 1 ของโลกในอุตสาหกรรมยางธรรมชาติ



บริษัทมีฐานลูกค้ากว้างขวางและกระจายไปทั่วโลกทั้งใน เอเชีย จีน สหรัฐ และยุโรป โดยมีกลุ่มลูกค้าเป้าหมายได้แก่ ผู้ผลิตรายย่อย ผ่านเครือข่ายการซื้อขายและจัดจำหน่ายจำนวน 3 แห่ง (สิงคโปร์ จีน เวียดนาม) ปัจจุบันมีโรงงานผลิตยางธรรมชาติอยู่ที่ 34 แห่ง โดยมีกำลังการผลิตทางวิศวกรรม 2.81 ล้านตันต่อปี



ทั้งนี้บริษัทได้เข้าถือหุ้นใน STGT สัดส่วน 56% (หลัง IPO) ถือเป็นบริษัทย่อยของบริษัท ถือเป็นผู้ผลิตถุงมือยางทางการแพทย์รายใหญ่ที่สุดในไทยและรายใหญ่เป็นอันดับ 3 ของโลก คาดมีกำลังการผลิตสิ้นปี 2021 ที่ 4 หมื่นล้านชิ้นต่อปี

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ STA โดยอิง PBV ที่ 1 เท่า เท่ากับค่าเฉลี่ยในอดีต ทำให้ได้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 32 บาท ซึ่งสามารถ Implied PE เท่ากับ 5.2 เท่า ค่อนข้าง Conservative

ESG

Environment

- STA ได้ตระหนักและให้ความสำคัญกับสิ่งแวดล้อม การอนุรักษ์ทรัพยากรธรรมชาติ ส่งเสริมการใช้พลังงานอย่างมีประสิทธิภาพ คำนึงถึงทางเลือกในการใช้ประโยชน์จากทรัพยากรธรรมชาติ โดยให้ความสำคัญต่อสังคม และสิ่งแวดล้อมน้อยที่สุด เช่น ลดการใช้ทรัพยากร สารเคมี และพลังงาน การนำกลับมาใช้ใหม่เพื่อลดของเสียที่ต้องกำจัด รวมถึงมีระบบบำบัดน้ำเสียที่ได้มาตรฐาน และติดตั้งระบบบำบัดกลิ่นและอากาศให้ผ่านตามมาตรฐานที่กฎหมายกำหนด
- บริษัทนำระบบการจัดการสิ่งแวดล้อมเข้ามาบริหารจัดการโรงงานอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะโรงงานยางแท่งที่ประเมินว่ามีความเสี่ยงต่อการส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมมากกว่าสายการผลิตอื่น โดยบริษัทกำหนดเป้าหมายในการขอรับรอง ISO14001 ของโรงงานยางแท่งที่สร้างใหม่ ต้องได้รับการรับรองภายใน 1 ปีหลังจากที่ได้รับ ISO 9001 แล้ว สิ้นปี 2019 บริษัทมีโรงงานที่ได้รับการรับรอง ISO 14001 ทั้งหมดจำนวน 14 บริษัท

Social

- บริษัทให้ความสำคัญกับความปลอดภัยของผู้บริโภคอย่างมาก โดยมีการสุ่มตรวจตัวอย่างระหว่างกระบวนการผลิตทุกขั้นตอน ซึ่งผลิตภัณฑ์ยางธรรมชาติ และถุงมือยางทั้งหมดของบริษัท ต้องได้รับการตรวจสอบคุณภาพอีกรอบภายหลังการบรรจุ เพื่อให้แน่ใจได้ว่าผลิตภัณฑ์มีคุณภาพผ่านเกณฑ์มาตรฐานที่เข้มงวด
- บริษัทดำเนินธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย ทั้งภายในและภายนอกบริษัท และกำหนดนโยบายเรื่องการไม่ละเมิดทรัพย์สินทางปัญญา รวมถึงปฏิบัติต่อพนักงานอย่างเท่าเทียมกัน และจัดให้มีสภาพแวดล้อมในที่ทำงานที่ดี ปลอดภัย อีกทั้งส่งเสริมให้พนักงานมีโอกาสพัฒนาความรู้ ความสามารถ เพื่อเป็นพนักงานที่มีทักษะสร้างประโยชน์ให้กับองค์กรและสังคมต่อไป

Governance

- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการ 11 คน ประกอบด้วยกรรมการอิสระ 4 คน ถือว่าไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด สอดคล้องตามเกณฑ์ เพื่อเป็นการถ่วงดุลอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกเสียง และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- บริษัทห้ามไม่ให้กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานที่รู้ข้อมูลภายในของบริษัท ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทในช่วงระยะเวลา 1 เดือนก่อนการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชน และภายใน 24 ชั่วโมงหลังจากเปิดเผยข้อมูลดังกล่าว (Blackout Period)
- บริษัทได้ใช้แบบประเมินตนเอง สำหรับการปฏิบัติตาม Code of Best Practices ของ SET มาใช้เป็นแนวทางในการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อส่งผลดีในระยะยาว การดำเนินงานอย่างมีจริยธรรมที่เคารพสิทธิและรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสีย ตลอดจนปรับตัวภายใต้การเปลี่ยนแปลง เพื่อสร้างคุณค่าให้แกกิจการอย่างยั่งยืน

ผลการดำเนินงาน 3Q21

(Bt mn)	3Q21	2Q21	%Q-Q	3Q20	%Y-Y	9M21	9M20	% Y-Y
Sales revenue	28,486	29,804	-4.4	16,496	72.7	89,869	49,233	82.5
Natural Rubber (mb)	17,685	16,826	4.9	8,413	109.9	50,616	32,358	56.4
-NR Volume (tons)	311,308	311,657	-0.1	214,873	44.9	949,148	758,981	25.1
-NR ASP (US\$/ton)	1,729	1,723	0.3	1,248	38.5	1,702	1,360	25.1
Glove (mb)	10,801	12,978	-16.8	8,084	33.6	39,253	16,875	132.6
-Glove Volume (mn pieces)	7,051	5,713	23.4	7,077	-0.4	19,508	20,769	-6.1
-ASP (US\$/1,000 pieces)	46.7	72.7	-35.8	36.5	27.9	65.3	25.3	158.1
Costs	20,332	18,853	7.8	10,879	86.9	57,212	38,680	47.9
Gross profit	8,154	10,951	-25.5	5,617	45.2	32,658	10,553	209.5
SG&A costs	2,014	1,729	16.5	1,007	100.0	5,379	3,444	56.2
Interest Expense	214	210	1.9	146	46.6	600	525	14.3
Norm profit	3,756	5,107	-26.5	2,316	62.2	15,473	4,199	268.5
Net profit	3,231	5,044	-35.9	2,084	55.0	14,233	4,032	253.0
Gross margin %	28.6	36.7	-8.1	34.1	-5.5	36.3	21.4	14.9
SG&A as % of Sales	7.1	5.8	1.3	6.1	1.0	6.0	7.0	-1.0
Net margin %	11.3	16.9	-5.6	12.6	-1.3	15.8	8.2	7.6

Source: Company Data



ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคายางธรรมชาติ

ยางพาราถือเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ที่มีความผันผวนของราคาค่อนข้างสูง และมีหลายปัจจัยที่กระทบต่อราคายางธรรมชาติ เช่น อุปสงค์-อุปทานของยางธรรมชาติ, ราคาน้ำมันดิบ พลังงาน และสารเคมีที่มีน้ำมันเป็นองค์ประกอบพื้นฐาน, ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน และการเก็งกำไรของนักลงทุน ล้วนแต่ส่งผลให้ราคายางธรรมชาติมีความผันผวน และอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากความต้องการใช้ยางธรรมชาติและถุยมืออย่างไม่เป็นไปตามคาด

เนื่องจากทั้งยางธรรมชาติ และถุยมืออย่างเป็นผลิตภัณฑ์ที่มีความต้องการใช้จากกลุ่มผู้ใช้งานที่หลากหลายในแต่ละประเทศทั่วโลก ทำให้ปริมาณความต้องการใช้และการขยายตัวของตลาดสามารถเปลี่ยนแปลงได้จากหลายปัจจัย เช่น พฤติกรรมผู้บริโภค ค่านิยม การเกิดขึ้นของสินค้าทดแทน การเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยี ตลอดจนกฎระเบียบต่างๆ อาจทำให้ความต้องการใช้ลดลงหรือไม่เป็นไปตามคาด ซึ่งถือเป็นความเสี่ยงที่อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากโรงงานผลิตขัดข้องหรือหยุดชะงัก

เนื่องด้วยกระบวนการผลิตของบริษัทต้องใช้ทรัพยากรที่จำเป็นจำนวนมาก เพื่อให้โรงงานผลิตสามารถดำเนินงานได้ หากมีภัยพิบัติทางธรรมชาติ เหตุสุดวิสัย การขาดแคลนแรงงาน หรือความขัดข้องรุนแรงในระบบสาธารณูปโภค หรือเหตุสุดวิสัยอื่นใดที่อยู่นอกเหนือการควบคุมของบริษัท อาจนำไปสู่การหยุดชะงักของโรงงานผลิต และส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญได้

ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

บริษัทมีรายได้ส่วนใหญ่มาจากการส่งออกและอยู่ในรูปสกุลเงิน USD สัดส่วนราว 75% - 80% ของรายได้รวม ในขณะที่ต้นทุนหลักอยู่ในรูปสกุลเงินบาท โดยเฉพาะต้นทุนวัตถุดิบ ดังนั้นหากค่าเงินมีความผันผวนในกรณีที่ค่าเงินบาทแข็งค่าเมื่อเทียบกับ USD จะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงข้อกำหนด ระเบียบ และการแทรกแซงจากภาครัฐ

การดำเนินธุรกิจของบริษัทอยู่ภายใต้กฎหมาย ระเบียบ และข้อบังคับต่างๆ ทั้งภายในประเทศ และต่างประเทศทั่วโลก ซึ่งหากบริษัทไม่ปฏิบัติตามกฎหมายในแต่ละประเทศ หรือมีการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบ อันเกิดจากอุปสรรคกีดกันทางการค้าทั้งที่เป็นภาษีและไม่ใช่ภาษี อาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน และโอกาสทางธุรกิจของบริษัทได้

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Revenue	73,136	60,286	75,479	114,937	93,674
Cost of sales	65,975	55,432	53,697	75,887	71,192
Gross profit	7,161	4,854	21,781	39,050	22,482
SG&A	5,259	4,571	4,783	7,385	6,089
Operating profit	1,903	284	16,999	31,665	16,393
Other income	234	281	349	664	468
EBIT	2,137	565	17,348	32,330	16,861
EBITDA	4,521	3,051	20,149	35,631	20,663
Interest charge	935	891	691	818	814
Tax on income	245	-16	1,667	2,800	1,473
Earnings after tax	957	-310	14,990	28,712	14,575
Minority interest	-97.1	-96.5	-5,865	-11,297	-5,362
Normalized earnings	1,113	-239	9,344	17,730	9,530
Extraordinary items	951	91	187	-1,240	0
Net profit	2,064	-149	9,531	16,489	9,530

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Net profit	2,064	-149	9,531	16,489	9,530
Deprec. & amortization	2,383	2,486	2,801	3,301	3,801
Change in working capital	7,032	-40	-6,033	-6,965	3,752
Other adjustments	1,205	-1,175	-517	-2,828	-206
Cash flow from operations	12,685	1,123	5,782	9,997	16,878
Capital expenditure	-4,795	-4,101	-2,387	-10,000	-10,000
Others	-419	15	-369	438	0
Cash flow from investing	-5,214	-4,086	-2,756	-9,562	-10,000
Free cash flow	7,471	-2,963	3,027	435	6,878
Net borrowings	-6,932	1,860	2,661	3,393	1
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	-185	-457	-1,149	-6,909	-3,812
Others	1,255	-317	19,526	-307	-6,236
Cash flow from financing	-5,862	1,086	21,038	-3,822	-10,047
Net change in cash	1,609	-1,877	24,065	-3,387	-3,169

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Cash	4,259	2,382	26,447	23,060	19,891
Accounts receivable	5,970	4,978	9,260	14,170	11,549
Inventory	12,452	13,494	19,032	20,791	19,505
Other current assets	1,545	1,689	2,637	4,023	3,279
Total current assets	24,226	22,543	57,375	62,044	54,223
Investments	1,167	1,197	1,230	1,230	1,230
Plant, property & equipment	28,433	30,048	29,634	36,332	42,531
Other assets	4,588	4,543	4,878	4,440	4,440
Total assets	58,414	58,331	93,117	104,046	102,424
Short-term loans	15,767	16,949	22,162	22,358	22,359
Accounts payable	2,677	2,529	4,636	6,653	6,241
Current maturities	2,295	2,642	3,899	2,052	2,053
Other current liabilities	398	352	1,723	2,644	2,154
Total current liabilities	21,136	22,472	32,420	33,707	32,808
Long-term debt	9,722	9,345	6,134	6,581	6,375
Other non-current liab.	1,145	1,025	1,166	1,088	1,088
Total non-current liab.	10,867	10,370	7,300	7,669	7,463
Total liabilities	32,003	32,842	39,720	41,376	40,271
Registered capital	1,536	1,536	1,536	1,536	1,536
Paid up capital	1,536	1,536	1,536	1,536	1,536
Share premium	10,852	10,852	10,852	10,852	10,852
Legal reserve	154	154	154	154	154
Retained earnings	12,164	11,577	25,530	35,110	36,094
Minority Interests	1,706	1,369	15,326	15,019	13,517
Shareholders' equity	26,411	25,488	53,397	62,671	62,153

Key Ratios

	2018	2019	2020	2021E	2022E
Growth (%)					
Revenue	-18.2	-17.6	25.2	52.3	-18.5
EBITDA	892.9	-32.5	560.4	76.8	-42.0
Net profit	nm	nm	nm	73.0	-42.2
Normalized earnings	nm	nm	nm	89.7	-46.2
Profitability (%)					
Gross profit margin	9.8	8.1	28.9	34.0	24.0
EBITDA margin	6.2	5.1	26.7	31.0	22.1
EBIT margin	2.9	0.9	23.0	28.1	18.0
Normalized profit margin	1.5	-0.4	12.4	15.4	10.2
Net profit margin	2.8	-0.2	12.6	14.3	10.2
Normalized ROA	1.9	nm	10.0	17.0	9.3
Normalized ROE	8.4	nm	25.0	34.6	19.6
Normalized ROCE	5.7	1.6	28.6	46.0	24.2
Risk (x)					
D/E	1.3	1.4	1.0	0.9	0.8
Net D/E	1.1	1.3	0.3	0.4	0.4
Net debt/EBITDA	6.1	10.0	0.7	0.5	1.0
Per share data (Bt)					
Reported EPS	1.34	-0.10	6.21	10.74	6.20
Normalized EPS	0.72	-0.16	6.08	11.54	6.20
EBITDA	2.94	1.99	13.12	23.20	13.45
Book value	16.08	15.70	24.79	31.02	31.66
Dividend	0.40	0.35	2.25	4.50	2.48
Par	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Valuations (x)					
P/E	22.7	nm	4.9	2.8	4.9
Norm P/E	42.1	nm	5.0	2.6	4.9
P/BV	1.9	1.9	1.2	1.0	1.0
EV/EBITDA	16.5	25.3	3.0	1.8	3.3
Dividend yield (%)	1.3	1.1	7.4	14.7	8.1

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>สำนักงานอัมมาลิงค์ 25 อาคารอัมมาลิงค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999</p>	<p>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อนุสาวรีย์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999</p>	<p>สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545</p>	<p>สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130</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 ถนนบรมหัตถ์ทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700</p>	<p>สาขา สีลม 1 130-132 อาคารสีลม 1 ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิญญู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p>	<p>สาขา เคียนหวน (สีลม 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิญญู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717</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 ชอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180</p>	<p>สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300</p>	<p>สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193</p>		
<p>สาขา ขอนแก่น 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925</p>	<p>สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรธานี 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 สมุทรสาคร เลขที่ 813/30 ถนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045</p>
<p>สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599</p>	<p>สาขา นครราชสีมา 198/1 ต.ระกอบสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323</p>	<p>สาขา อนุสาวรีย์ 22/18 ถ.หลวงพ่อดิลก ต.หาดใหญ่ 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 สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595</p>
<p>สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219</p>	<p>สาขา ปัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุสะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี 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 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, LI, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCOS, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

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

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง "ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR"

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ 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