

HOLD

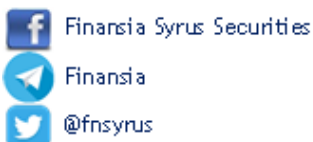
บมจ. โรงงานเภสัชอุตสาหกรรม เจเอสพี (ประเทศไทย)

Previous	HOLD
2022 Target Price (Bt)	7.70
Price (31/01/2022)	7.05
up/downside (%)	+9.2
SET Index	1,648.81
Sector	MAI/Consumer Products
Foreign limit/actual (%)	49.00/0.02
Free float (%)	25.19
Market cap (Bt m)	3,207.75
Avg daily T/O (Bt m) (2022 YTD)	28.82
hi, lo, avg (Bt) (2022 YTD)	8.60, 6.85, 7.87
IOD 2021	N/R
THAI CAC	N/A

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	456	432	594	698
Normalized profit	35	38	71	86
Net profit	31	38	71	86
EPS (Bt) - norm	0.10	0.08	0.16	0.19
EPS (Bt) - reported	0.09	0.08	0.16	0.19
% growth y-y	nm	-6.3	85.5	20.7
Dividend/share (Bt)	0.00	0.03	0.06	0.08
BV/share (Bt)	0.58	0.61	0.66	0.73
EV/EBITDA (x)	33.2	41.6	26.2	21.5
PER (x) - norm	68.1	83.9	45.1	37.3
PER (x)	78.3	83.6	45.1	37.3
PBV (x)	12.2	11.6	10.7	9.7
Dividend yield (%)	0.0	0.5	0.9	1.1
Norm ROE (%)	18.0	13.8	23.8	26.0
YE No. of shares (million)*	340	455	455	455
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: jitra.a@fnsyrus.com
 www.fnsyrus.com



คาดกำไร 4Q21 โตสูงจากฐานต่ำ

เราคาดว่ากำไรปกติ 4Q21 โตก้าวกระโดด +102.2% Q-Q, +69.0% Y-Y จากฐานต่ำใน 3Q21 ที่มีการล็อกดาว์นและ 4Q20 ที่ COVID-19 แพ้ระบาดยืดเยื้อกระทบความเชื่อมั่นผู้บริโภค และกำไรปกติทั้งปี 2021 เติบโตไม่สูงนัก +8.6% Y-Y เพราะ COVID-19 ทำให้ผู้บริโภคมีความระมัดระวังในการใช้จ่าย แต่กำไรจะเริ่มยกฐานตั้งแต่ปี 2022 จากการออกผลิตภัณฑ์ใหม่ เช่น ผลิตภัณฑ์เสริมอาหารจากโปรตีนพืช ซึ่งเริ่มวางจำหน่ายแล้วใน RS Mall การเพิ่มช่องทางจำหน่าย Online มากขึ้น การเพิ่มสัดส่วนสินค้า Own brand (มาร์จินสูงกว่า OEM) และการใช้ประสิทธิภาพของโรงงานที่กำลังขยายให้เต็มที่ เราคาดว่ากำไรปี 2022 +86.1% Y-Y ซึ่งถือว่าค่อนข้างท้าทาย คงราคาเป้าหมาย 7.70 บาท (DCF, WACC 9.0%, TG 2.5%) คิดเป็น Implied PE 49.2 เท่า แต่ Upside ยังไม่มากพอจึงคงคำแนะนำถือ

คาดกำไรปกติ 4Q21 +102.2% Q-Q, +69.0% Y-Y โตจากฐานต่ำ

แนวโน้มผลประกอบการ 4Q21 เติบโตสูงมากจากฐานต่ำใน 3Q21 และ 4Q20 เพราะในช่วง 3Q21 มีการล็อกดาว์นทั้งไตรมาส ผู้บริโภคระมัดระวังการใช้จ่าย ทำให้รายได้ของบริษัทลดลง ส่วนใน 4Q20 มีการระบาดของ COVID-19 ยืดเยื้อ ผู้บริโภคขาดความเชื่อมั่นในการใช้จ่าย ในขณะที่ 4Q21 เริ่มมีการเปิดประเทศและมีการระบาดของ Omicron ทำให้ผลิตภัณฑ์เสริมอาหารและเจลแอลกอฮอล์กลับมาเป็นที่ต้องการ ประกอบกับการขยายช่องทางจำหน่ายทางออนไลน์มากขึ้น เราคาดว่ารายได้ 4Q21 +16.7% Q-Q, +15.1% Y-Y เป็น 120.8 ล้านบาท โดยสัดส่วนของผลิตภัณฑ์ Own brand น่าจะมากขึ้นซึ่งทำให้อัตรากำไรขั้นต้นดีขึ้น โดยผลิตภัณฑ์ Own brand มีอัตรากำไรขั้นต้น 25-39% สูงกว่าสินค้า OEM ที่มีอัตรากำไรขั้นต้น 18-19% จึงคาดว่ากำไรปกติ 12.6 ล้านบาท +102.2% Y-Y, +69.0% Y-Y และกำไรปกติทั้งปี 2021 ที่ 38.3 ล้านบาท +8.6% Y-Y

คงประมาณการกำไรปี 2022-2024 เติบโตเฉลี่ย 19.5% CAGR

กำไรที่เติบโตไม่สูงในปี 2021 เพราะธุรกิจถูกกระทบจากการล็อกดาว์น นักท่องเที่ยวต่างชาติหายไ้ ผู้บริโภคระมัดระวังการใช้จ่าย แต่คาดว่ากำไรจะยกฐานตั้งแต่ปี 2022 จากการออกสินค้านวัตกรรมใหม่ๆ เช่น ผลิตภัณฑ์เสริมอาหารจากโปรตีนพืช (Plant-based protein) หรือไขน้ำ (Wolffia Globosa) ซึ่งวางจำหน่ายแล้วใน RS Mall พร้อมกับสินค้าอื่น ได้แก่ Spimor (สารสกัดจากมะรุมและสาหร่ายสไปรูลิน่า) และ PK Beta การเพิ่มสัดส่วน Own brand การขยายช่องทางจำหน่าย การใช้ประสิทธิภาพของโรงงานที่กำลังขยายอย่างเต็มที่ และในอนาคตรวมโอกาสขยายตลาดสู่ CLMV เราคาดว่ากำไรปี 2022 +86.1% Y-Y เป็น 71.2 ล้านบาท และโตต่อเนื่อง +20.7% Y-Y ในปี 2023 และ +18.2% Y-Y ในปี 2024 คิดเป็นการเติบโตเฉลี่ย 19.5% CAGR (ปี 2022-2024) ประมาณการที่เราคาดว่าค่อนข้างท้าทายขึ้นอยู่กับความสำเร็จของสินค้า

คงราคาเป้าหมาย 7.70 บาท แนะนำถือ

เราคงราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 7.70 บาท (DCF, WACC 9.0%, TG 2.5%) คิดเป็น Implied PE ปี 2022 ที่ 49.2 เท่า และ EV/EBITDA 28.5 เท่า และ 2022 PBV 11.7 เท่า ถือว่าไม่ถูกเมื่อเทียบกับผู้ประกอบการที่ใกล้เคียงกันในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งมี PE เฉลี่ยในปี 2022 ที่ 29.0 เท่า และผู้ประกอบการในต่างประเทศที่ 18.5 เท่า แต่ด้วย upside ที่ต่ำกว่า 10% จึงแนะนำเพียงถือ

Company Overview

บริษัท โรงงานเภสัชอุตสาหกรรม เจเอสพี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) หรือ JP ก่อตั้งบริษัทในปี 2005 ภายใต้การบริหารงานโดยครอบครัวแดง ประเสริฐ เพื่อพัฒนา ผลิต และจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ยาแผนปัจจุบัน ยาแผนโบราณ ผลิตภัณฑ์สมุนไพร และผลิตภัณฑ์อาหารเสริม ทั้งผลิตและจำหน่ายภายใต้ตราสินค้าของลูกค้า (OEM) และผลิตภัณฑ์ภายใต้ตราสินค้าของบริษัทเอง (Own Brand)

บริการของบริษัทครอบคลุมตั้งแต่การให้คำปรึกษาด้านการพัฒนาสินค้า การคิดค้นและพัฒนาสูตรให้สอดคล้องกับความต้องการของลูกค้าและแนวคิดเชิงนวัตกรรม การขอทะเบียนตำรับยาหรือการจดทะเบียนอาหารของสำนักงานคณะกรรมการอาหารและยา (อย.) การออกแบบบรรจุภัณฑ์ ตลอดจนควบคุมการผลิตที่ได้คุณภาพมาตรฐาน

ผลิตภัณฑ์ของ JP แบ่งได้เป็น 5 กลุ่ม ได้แก่ 1) ยาแผนปัจจุบัน 2) ยาแผนโบราณและผลิตภัณฑ์สมุนไพร 3) ผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร 4) ผลิตภัณฑ์แอลกอฮอล์ และ 5) ผลิตภัณฑ์อื่นๆ

ในช่วง 9M21 โครงสร้างรายได้หลัก 65% มาจากผลิตภัณฑ์อาหารเสริม รองลงมา 28% มาจากยาแผนปัจจุบัน สำหรับผลิตภัณฑ์ประเภทอื่นมีสัดส่วนใกล้เคียงกันอยู่ประมาณ 2% ของรายได้จากการขาย

Valuation Methodology

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 7.70 บาท (DCF, WACC 9.0%, TG 2.5%) ราคาเป้าหมายดังกล่าวคิดเป็น Implied PE ปี 2022 ที่ 49.2 เท่า และ 2022 EV/EBITDA 28.5 เท่า และ 2022 PBV 11.7 เท่า ถือว่าไม่ถูกเมื่อเทียบกับผู้ประกอบการที่ใกล้เคียงกันในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งมี PE เฉลี่ยในปี 2022 ที่ 23.6 เท่า และผู้ประกอบการในต่างประเทศซึ่งไม่มีบริษัทใดที่ทำธุรกิจเหมือน JP แต่ใกล้เคียงกัน มี PE ปี 2022 เฉลี่ย 20.1 เท่า

ESG

Environment

- JP ให้ความสำคัญต่อการลดของเสียจากกระบวนการผลิต ลดปริมาณการใช้กระดาษ ใช้ระบบเทคโนโลยีสารสนเทศเพื่อลดการใช้กระดาษในกระบวนการทำงานทั่วไปให้มากที่สุด ประหยัดพลังงานไฟฟ้าโดยเปลี่ยนมาใช้หลอดไฟ (LED) ทั้งในส่วนของโรงงาน คลังสินค้า และอาคารสำนักงาน และเปลี่ยนเครื่องปรับอากาศเป็นระบบ Inverter รวมถึงการประหยัดการใช้น้ำและลดการปล่อยของเสียจากการผลิตซอฟต์แวร์อิเล็กทรอนิกส์
- บริษัทประหยัดการใช้น้ำและลดการปล่อยของเสียในสถานประกอบการ โดยพัฒนากระบวนการผลิตเพื่อให้การใช้น้ำภายในกระบวนการผลิตเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ และยังได้พัฒนากระบวนการผลิตเพื่อลดปริมาณของเสียและการทำลายของเสีย เช่น การลดของเสียจากการผลิตซอฟต์แวร์อิเล็กทรอนิกส์

Social

- JP มีการจัดกิจกรรมสนับสนุนความเป็นอยู่ที่ดีของพนักงาน เช่น การแนะนำการดูแลตัวเองช่วงระบอบ COVID-19 มีโปรแกรมตรวจหาเชืงูเพื่อค้นหาเชื้อให้กับพนักงาน และจัดอบรมให้ความรู้เกี่ยวกับสุขภาพให้แก่ชุมชนและวงใกล้เคียง
- บริษัทมอบผลิตภัณฑ์ทำความสะอาดที่มีส่วนผสมของแอลกอฮอล์ JSP Pharma Sanitizer Spray 1,000 ลิตร และ JSP Pharma Sanitizer Gel 1,000 หลอด แก่บุคลากร เจ้าหน้าที่ และข้าราชการ เพื่อเป็นขวัญและกำลังใจในการปฏิบัติงาน

Governance

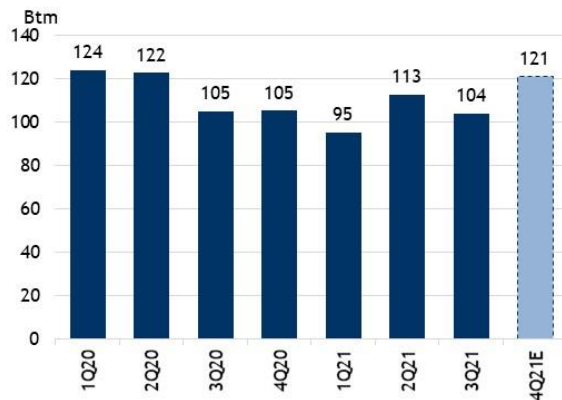
- บริษัทกำหนดบทบาทหน้าที่ความรับผิดชอบของคณะกรรมการไว้ อย่างชัดเจนในกฎบัตรคณะกรรมการบริษัท โดยมีหน้าที่สำคัญในการพิจารณาและอนุมัติวิสัยทัศน์ ภารกิจ และค่านิยมของบริษัท พิจารณาและอนุมัติแผนกลยุทธ์ทิศทางการดำเนินงาน เป้าหมาย และนโยบายของบริษัท ตลอดจนการจัดสรรทรัพยากรต่างๆ และจะติดตาม ประเมินผล และดูแลการรายงานผลการดำเนินงานของบริษัท ให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์และเป้าหมาย
- คณะกรรมการให้ความสำคัญและสนับสนุนการสร้างนวัตกรรมพร้อมทั้งมีการพัฒนาระบบสารสนเทศ เพื่อตอบสนองความต้องการและความสามารถในการให้บริการเพื่อประโยชน์ของลูกค้า รองรับบริการเจริญเติบโตและขยายตลาดในอนาคต
- คณะกรรมการบริษัทมีนโยบายต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชั่นที่ชัดเจน ซึ่งได้สื่อสารในทุกกระดับขององค์กรและบุคคลภายนอกเพื่อให้เกิดการนำไปปฏิบัติ รวมถึงกำกับดูแลให้มีกลไกการรับเรื่องร้องเรียน และการดำเนินการกรณีที่มีการร้องเรียนหรือแจ้งเบาะแส

4Q21E Earnings Preview

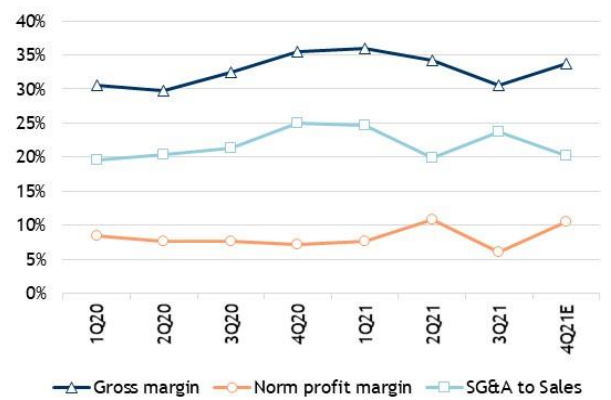
(Bt mn)	4Q21E	3Q21	%Q-Q	4Q20	%Y-Y	2021E	2020	%Y-Y
Sales revenue	121	104	16.7	105	15.1	432	456	-5.3
- OEM	73	68	8.5	70	5.0	265	249	6.1
- Own brand	41	33	25.3	33	24.0	155	183	-15.3
- Others	6	3	109.6	2	263.0	12	24	-48.0
Cost of goods sold	80	72	111.3	68	18.2	287	310	-7.6
Gross profit	41	32	28.8	37	9.4	145	146	-0.3
SG&A expense	24	24	0.0	26	-6.3	95	97	-2.7
Other income	2	4	-42.2	1	220.0	8	7	12.5
EBITDA	24	17	46.8	17	39.5	81	77	4.3
EBIT	18	11	69.7	12	55.9	48	44	9.2
Interest expense	3	3	-4.6	3	0.3	11	11	-7.9
Norm profit	12	6	102.2	7	69.0	38	35	8.6
Net profit	12	6	100.6	6	99.3	38	31	23.4
Gross margin %	33.8	30.6	3.2	35.6	-1.8	33.6	32.0	1.7
SG&A as % of Sales	20.3	23.6	-3.4	24.9	-4.6	22.0	21.0	0.6
Norm margin %	10.4	6.0	4.4	7.1	3.3	8.9	7.7	1.1
Net margin %	10.5	6.1	4.4	6.1	4.4	8.9	6.8	2.1

Source: Company Data

คาดการณ์รายได้จากการขาย



อัตรากำไร



ที่มา: Finansia estimates

คาดการณ์กำไรปกติรายไตรมาส



กำไรปกติรายปี



ที่มา: Finansia estimates

ผลิตภัณฑ์ที่จำหน่ายใน RS Mail



ที่มา: www.rsmall.com

Peers comparison

		3Y EPS Growth (%)	PE (x)		PBV (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%) 2022E
			2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	20223E	
JP	Thailand	40.3	45.7	37.9	10.9	9.8	26.5	21.8	23.8
DOD	Thailand	31.9	15.8	14.7	3.8	3.4	15.3	14.8	21.4
IP	Thailand	41.9	52.0	42.9	8.3	7.3	32.4	27.9	15.9
MEGA	Thailand	19.2	19.3	16.9	4.7	4.3	14.2	12.4	24.4
Local Average		31.0	29.0	24.8	5.6	5.0	20.6	18.4	20.6
Abbott Labs	U.S.	12.4	25.9	24.5	4.7	4.2	19.6	19.0	23.0
Astrazeneca	U.K.	26.7	17.3	14.4	4.8	4.4	13.2	11.1	19.3
Bayer AG	Germany	5.1	7.9	7.3	1.6	1.5	7.3	6.7	21.8
Blackmores	Australia	38.1	41.8	28.4	4.0	3.7	17.6	13.8	13.8
Dr.Reddy's Labs	India	31.0	24.3	20.0	3.6	3.1	15.3	12.7	12.6
Glaxosmithkline	U.K.	2.7	14.1	13.3	5.1	4.3	10.5	9.7	34.9
Huadong Medicines	China	11.0	20.3	16.9	3.2	2.7	15.3	12.8	16.3
JCR Pharmaceutic	Japan	18.6	14.9	24.4	5.0	4.3	11.9	15.4	18.4
Kalbe Farma	Indonesia	8.8	23.2	21.4	3.7	3.4	15.0	14.0	15.9
Merck&Co	U.S.	7.1	11.2	11.2	5.3	4.6	9.1	9.5	55.3
Novartis	Switz	7.7	13.2	12.2	2.8	2.8	11.9	11.4	24.4
Pfizer	U.S.	18.7	8.3	10.6	2.9	2.4	6.2	8.8	32.0
Rohto Pharmaceutical	Japan	7.6	18.5	16.8	1.9	1.8	9.5	8.8	10.7
Global average		15.0	18.5	17.0	3.7	3.3	12.5	11.8	23.0

ที่มา: Bloomberg, Finansia estimates

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการแข่งขัน

ตลาดอาหารเสริม ยา และผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพและความงาม มีการเติบโตต่อเนื่องทุกปีโดยเฉพาะสถานการณ์ COVID-19 ทำให้ผู้บริโภคหันมาใส่ใจสุขภาพมากขึ้น ผู้ประกอบการจึงเข้ามาในตลาดมากขึ้น ทั้งที่เป็นผู้ผลิตขนาดใหญ่และขนาดเล็ก ผู้ประกอบการที่มีและไม่มีโรงงานผลิตเป็นของตนเอง ผู้นำเข้าจากต่างประเทศ ผู้ค้าปลีก รวมไปถึงดารานักแสดง การแข่งขันจึงเพิ่มสูงขึ้น ผู้บริโภคมีทางเลือกมากขึ้น ผลิตภัณฑ์ในตลาดมีทั้งที่เป็นสินค้านำเข้า และบริษัทที่ผลิตและเป็นเจ้าของตราสินค้าเอง บริษัทตระหนักดีถึงการแข่งขันในรูปแบบต่างๆ จึงให้ความสำคัญกับคุณภาพของผลิตภัณฑ์ และการคิดค้นผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ และพัฒนาผลิตภัณฑ์เข้าสู่ตลาดอย่างต่อเนื่อง เพื่อลดการพึ่งพิงผลิตภัณฑ์ใดผลิตภัณฑ์หนึ่ง

ความเสี่ยงจากความไม่สำเร็จของผลิตภัณฑ์ใหม่

เนื่องจากผลิตภัณฑ์อาหารเสริมและผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพและความงามมีหลากหลายในตลาด บริษัทมีความเสี่ยงหากผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ ที่บริษัทพัฒนาและนำสู่ตลาดอาจไม่ประสบความสำเร็จตามที่คาดหวัง อย่างไรก็ตาม บริษัทตระหนักถึงความเสี่ยงดังกล่าวเป็นอย่างดี จึงได้มีการทดสอบประสิทธิภาพและความปลอดภัยของผลิตภัณฑ์ มีการขออนุมัติกับหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง เช่น สำนักงานคณะกรรมการอาหารและยา (อย.) ซึ่งอาจล่าช้าในขั้นตอนการขึ้นทะเบียนและขออนุมัติ หรืออาจไม่ได้รับการอนุมัติ ซึ่งทำให้เสียเวลา และอาจสูญเสียส่วนแบ่งทางการตลาด

ความเสี่ยงจากการพึ่งพาลูกค้ารายใหญ่

ในช่วงปี 2018 ถึง 1H21 ลูกค้านำรายใหญ่ 3 รายแรกมีสัดส่วน 32.8% 51.2% 42.9% และ 56.0% ของรายได้จากการขาย ตามลำดับ โดยผลิตภัณฑ์ที่จำหน่ายให้แก่ลูกค้ารายใหญ่ 3 รายแรกส่วนใหญ่เป็นยาแผนปัจจุบันและผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร ซึ่งลูกค้ารายใหญ่ 1 ใน 3 รายดังกล่าวเป็นผู้จัดจำหน่ายยาแผนปัจจุบันซึ่งบริษัทได้รับการแนะนำลูกค้าจากนายหน้ารายหนึ่ง ดังนั้น หากลูกค้ารายใหญ่ 3 รายดังกล่าวขายสินค้าได้ลดลงตามกระแสความนิยมที่ลดลงของกลุ่มผู้บริโภค หรือได้รับผลกระทบจากวงจรชีวิตผลิตภัณฑ์ในช่วงที่ถดถอยหรือตกต่ำ อาจเป็นผลทำให้บริษัทได้รับคำสั่งซื้อจากลูกค้ารายใหญ่ลดลงจนยกเลิกแผนการผลิตในปีต่อไปหรือลดปริมาณการผลิต และหากบริษัทไม่สามารถหาลูกค้ารายอื่นมาทดแทนได้จะส่งผลกระทบต่อรายได้และผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ บริษัทตระหนักถึงความเสี่ยงและผลกระทบดังกล่าวเป็นอย่างดี จึงมีนโยบายในการหาลูกค้าจ้างผลิตใหม่ๆ และร่วมพัฒนาไปกับลูกค้ารายเดิมด้วยการนำเสนอสูตรผลิตภัณฑ์ใหม่อย่างหลากหลาย

ความเสี่ยงจากทะเบียนสินค้าที่อาจถึงกำหนดอายุหรือถูกยกเลิก และอาจไม่สามารถต่ออายุได้

ในการผลิตและการจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ของบริษัทโดยเฉพาะกลุ่มยาแผนปัจจุบัน จำเป็นจะต้องมีทะเบียนผลิตภัณฑ์ก่อนที่จะสามารถนำออกจัดจำหน่ายสู่ตลาดได้ ซึ่งทะเบียนผลิตภัณฑ์เหล่านี้มีวันหมดอายุ หรือได้รับการประเมินใหม่ตามรอบระยะเวลาที่กำหนดโดยหน่วยงานราชการที่เกี่ยวข้อง บริษัทจำเป็นต้องดำเนินการต่ออายุตามที่กฎหมายและระเบียบข้อบังคับกำหนดเพื่อที่จะสามารถดำเนินธุรกิจและจัดจำหน่ายต่อไปได้ อย่างไรก็ตาม ข้อกำหนดในการต่ออายุและการประเมินอาจมีการเปลี่ยนแปลงไป ทำให้เป็นการยากที่บริษัทจะสามารถรับรองได้ว่าจะสามารถต่ออายุทะเบียนผลิตภัณฑ์ต่างๆ ได้ทั้งหมด นอกจากนี้ ทะเบียนผลิตภัณฑ์อาจถูกหน่วยงานราชการยกเลิกหรือเพิกถอนได้ ซึ่งอาจส่งผลให้บริษัทสูญเสียรายได้จากการจำหน่ายผลิตภัณฑ์ที่ทะเบียนถูกยกเลิก

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	361	456	432	594	698
Cost of sales	249	310	287	393	462
Gross profit	111	146	145	201	236
SG&A	77	97	95	115	133
Operating profit	34	48	50	87	104
Other income	5	7	8	10	10
EBIT	39	55	58	96	114
EBITDA	55	77	81	126	152
Interest charge	13	11	11	7	7
Tax on income	0	0	0	0	0
Earnings after tax	7	9	10	18	21
Minority interest	0	0	0	0	0
Normalized earnings	20	35	38	71	86
Extraordinary items	4	4	0	0	0
Net profit	24	31	38	71	86

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net profit	24	31	38	71	86
Deprec. & amortization	16	22	22	30	38
Change in working capital	-5	-35	34	5	-2
Other adjustments	20	27	-130	-18	-13
Cash flow from operations	55	46	-35	89	109
Capital expenditure	-21	-8	-212	0	-23
Others	-25	-2	3	-3	-2
Cash flow from investing	-45	-9	-210	-4	-25
Free cash flow	9	37	-245	86	84
Net borrowings	-47	-33	-398	-29	-19
Equity capital raised	30	32	800	0	0
Dividends paid	0	-32	-15	-28	-34
Others	-13	-11	-132	0	0
Cash flow from financing	-30	-44	254	-58	-54
Net change in cash	-21	-7	9	28	30

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	0	0	10	38	68
Accounts receivable	68	51	33	41	46
Inventory	39	78	98	100	108
Other current assets	0	1	6	8	9
Total current assets	107	130	148	187	231
Investments	150	109	28	28	28
PPE	147	215	381	350	333
Other assets	37	30	28	32	34
Total assets	442	484	585	597	625
Short-term loans	97	83	48	48	42
Accounts payable	53	51	69	76	85
Current maturities	36	29	25	24	22
Other current liabilities	17	18	7	9	13
Total current liabilities	203	181	182	198	205
Long-term debt	65	97	115	87	74
Other non-current liab.	9	10	11	13	15
Total non-current liab.	74	107	126	100	90
Total liabilities	277	288	308	298	295
Registered capital	170	213	228	228	228
Paid up capital	160	170	228	228	228
Share premium	0	22	22	22	22
Legal reserve	1	2	2	2	2
Retained earnings	16	13	36	59	90
Others	-12	-12	-12	-12	-12
Minority Interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	165	196	276	299	331

Key Ratios

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Growth (%)					
Revenue	3.4	26.3	-5.2	37.6	17.5
EBITDA	26.8	40.4	4.3	56.8	20.1
Net profit	90.2	31.9	23.4	85.5	20.7
Normalized earnings	58.6	79.3	8.6	86.1	20.7
Profitability (%)					
Gross profit margin	30.9	32.0	33.6	33.9	33.8
EBITDA margin	15.3	17.0	18.7	21.3	21.7
EBIT margin	10.8	12.1	13.5	16.2	16.3
Normalized profit margin	5.4	7.7	8.9	12.0	12.3
Net profit margin	6.5	6.8	8.9	12.0	12.3
Normalized ROA	4.4	7.3	6.5	11.9	13.7
Normalized ROE	11.9	18.0	13.8	23.8	26.0
Normalized ROCE	16.4	18.2	14.5	24.1	27.1
Risk (x)					
DE	1.7	1.5	1.1	1.0	0.9
Net D/E	1.7	1.5	1.1	0.9	0.7
Net debt/EBITDA	3.6	2.2	1.9	0.8	0.4
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.08	0.09	0.08	0.16	0.19
Normalized EPS	0.06	0.10	0.08	0.16	0.19
EBITDA	0.17	0.23	0.18	0.28	0.33
Book value	0.52	0.58	0.61	0.66	0.73
Dividend	0.00	0.00	0.03	0.06	0.08
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Valuations (x)					
P/E	88.1	78.3	83.6	45.1	37.3
Norm P/E	114.9	68.1	83.9	45.1	37.3
P/BV	13.7	12.2	11.6	10.7	9.7
EV/EBITDA	44.5	33.2	41.6	26.2	21.5
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.5	0.9	1.1

Source: Company data, Finansia research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

<p>สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500</p>	<p>สำนักงานอัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999</p>	<p>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</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.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p>	<p>สาขา เคียนหวน (สีลม 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ 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.บางกระสอ 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 758 ถ.พหลโยธิน ต.เวียง อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120</p>	<p>สาขา สมุทรสาคร เลขที่ 813/30 ถนนนเรศวร 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 ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ 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.สุตะมิแล 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 ตุลาคม 2564) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC