

HOLD

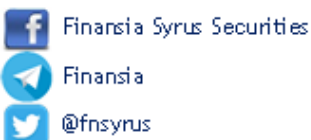
บมจ. อินเทอร์เน็ต ฟาร์มา

Previous	HOLD
2022 Target Price (Bt)	22.20
Price (08.02.2022)	22.00
up/downside (%)	+0.9
SET Index	1,684.23
Sector	MAI/Consumer Products
Foreign limitactual (%)	49.00/1.26
Free float (%)	49.29
Market cap (Bt m)	6,556.29
Avg daily T.O (Bt m) (2022 YTD)	36.24
hi, lo, avg (Bt) (2022 YTD)	22.90, 18.80, 21.32
IOD 2020	3
THAI CAC	NA

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	442	873	1,725	2,113
Normalized profit	54	102	134	170
Net profit	54	102	134	170
EPS (Bt) - norm	0.26	0.34	0.45	0.57
EPS (Bt) - reported	0.26	0.34	0.45	0.57
% growth y-y	-7.1	32.1	31.2	26.5
Dividend/share (Bt)	0.22	0.21	0.27	0.34
BV/share (Bt)	2.29	2.49	2.67	2.89
EV/EBITDA (x)	53.8	39.9	29.2	24.3
PER (x) - norm	84.3	64.1	48.8	38.6
PER (x)	84.6	64.1	48.8	38.6
PBV (x)	9.6	8.8	8.2	7.6
Dividend yield (%)	1.0	0.9	1.2	1.6
Norm ROE (%)	11.4	13.8	16.9	19.7
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



คาดการณ์ 4Q21 ดีขึ้น โตแรง Y-Y จากฐานต่ำ

แนวโน้มกำไร 4Q21 พื้นตัวดีขึ้นหลังจากที่โรงงานสองแห่งที่ซื้อมาไม่มีรายจ่ายพิเศษ เราคาดการณ์กำไร +29.0% Q-Q, +634% Y-Y เป็น 33.2 ล้านบาท การเติบโตก้าวกระโดด Y-Y มาจากฐานกำไรที่ต่ำกว่าปกติใน 4Q20 จบปี 2021 น่าจะมีกำไร 102.3 ล้านบาท +90.3% Y-Y จากการรวมกิจการของโรงงานสองแห่งสำหรับปี 2022-2024 เราปรับกำไรขึ้นเฉลี่ยปีละ 8% เป็นเติบโต +28.9% CAGR จากเดิมคาด +27.7% CAGR จากการรวมร้าน LAB Pharmacy เข้ามาตั้งแต่ 2Q22 และเพิ่มช่องทางการขายผ่าน Telepharmacy (รวมมือกับบ.ย่อยของ OTO) ประเมินการที่เราคาดค่อนข้างท้าทายเพราะ LAB มีค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารสูงมาก กำไรที่ปรับขึ้นทำให้ราคาเป้าหมายขยับขึ้นเล็กน้อยเป็น 22.20 บาท (DCF, WACC 8.5%, TG 3.0%) จากเดิม 21.00 บาท ยังคงแนะนำถือ

คาดการณ์ 4Q21 ขึ้น +29.0% Q-Q, +634.0% Y-Y กำไรทั้งปีสูงเป็นประวัติการณ์ เราคาดกำไรสุทธิ 4Q21 พื้นตัวขึ้นเป็น 33.2 ล้านบาท +29.0% Q-Q, +634.0% Y-Y จากรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้นหลังจากที่บริษัทเข้าไปปรับปรุงการผลิต การตลาดและบรรจุภัณฑ์ของผลิตภัณฑ์จากโรงงานสองแห่งที่ซื้อมาในช่วง 4Q20 และ 3Q21 และคาดว่าจะไม่มีต้นทุนพิเศษจากโรงงานดังกล่าว ทั้งนี้ กำไรที่คาดโตก้าวกระโดด Y-Y เนื่องจากใน 4Q20 มีกำไรเพียง 4.5 ล้านบาทเพราะเป็นไตรมาสแรกที่รวมโรงงานโมเดิร์นฟาร์มาเข้ามาและมีค่าใช้จ่ายพิเศษที่เกี่ยวกับการซื้อกิจการ จบปี 2021 IP น่าจะมีกำไรสุทธิ 102.3 ล้านบาท เพิ่มก้าวกระโดด +90.3% Y-Y จากรายได้ที่เติบโต +97.5% Y-Y หลังรวมโรงงานโมเดิร์นฟาร์มาเข้ามาเต็มปี และรวมโรงงานอินเทอร์เน็ตฟาร์มา (เดิมชื่อโรงงานเทวา) เข้ามาตั้งแต่ 3Q21 รายได้ที่เติบโตสูงช่วยลดผลกระทบท่ออัตรากำไรขั้นต้นที่ชะลอลงเป็น 44.4% จาก 59.0% ในปี 2020 ซึ่งเป็นผลจากการซื้อกิจการโรงงานซึ่งมีโครงสร้างต้นทุนต่างจาก IP เดิมที่ไม่มีโรงงานแต่อาจจ้างผู้ผลิตภายนอกผลิตให้

คาดว่า LAB จะเริ่มสร้างกำไรได้ตั้งแต่ปี 2022 หลังเปิดเมือง

การถือหุ้น 88.67% ในบจ. ดรักแคร์ ซึ่งดำเนินธุรกิจร้านขายยาแบรนด์ LAB Pharmacy คาดว่าจะแล้วเสร็จใน 1Q22 ผลประกอบการของดรักแคร์ในช่วงปี 2018-2020 ลดลงต่อเนื่องจากผลของการ Lockdown และนักท่องเที่ยวหายไป เพราะสาขาแทบทั้งหมด 22 สาขาอยู่ในห้างสรรพสินค้า ทำให้มีผลขาดทุนในปี 2019-2020 เราคาดว่าในปี 2021 ดรักแคร์จะยังขาดทุนเล็กน้อยก่อนจะเริ่มทำกำไรได้ตั้งแต่ปี 2022 เป็นต้นไป โดยคาดการณ์ต่อสาขา 19 ล้านบาทต่อปีและเติบโตปีละ 3% ใกล้เคียงการเติบโตของการบริโภคในประเทศ เราตั้งสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้น 30% ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารค่อนข้างสูงราว 27-28% ต่อยอดขาย และคาดอัตรากำไรสุทธิราว 3% กำไรของ LAB จะคิดเป็นสัดส่วนราว 10% ของกำไรของ IP

ปรับกำไรปี 2022-2024 ขึ้นเป็น +28.9% CAGR รวม LAB Pharmacy เข้ามา

การเข้าทำ MOU กับบจ. อินโน ฮับ ซึ่งเป็นบ.ย่อยของ OTO เพื่อจัดตั้ง JV ถือหุ้น 50% ในการดำเนินธุรกิจ Telepharmacy เป็นอีกหนึ่งช่องทางการขายสำหรับตลาด Retail ที่ IP กำลังเดินหน้าหลังจากซื้อ LAB เราปรับประมาณการกำไรปี 2022-2024 ขึ้นเฉลี่ย 8.8% จากการรวมร้าน LAB Pharmacy เข้ามาและเพิ่มช่องทางการจำหน่ายทาง Telepharmacy โดยคาดว่า LAB จะสร้างกำไรให้ 8.2 ล้านบาท 17.6 ล้านบาท และ 17.5 ล้านบาท ตามลำดับ คิดเป็นสัดส่วนต่อกำไรของ IP 6-10% ทำให้กำไร IP ปี 2022-2024 +28.9% CAGR สูงกว่าเดิมที่ +27.7% CAGR เล็กน้อย อย่างไรก็ตาม กำไรที่เราคาดค่อนข้างท้าทายเพราะจุดอ่อนของ LAB คือค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่สูงมากกว่า 30% ของรายได้ ส่วนใหญ่มาจากค่าเช่าพื้นที่

ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเล็กน้อยเป็น 22.20 บาท ยังแนะนำถือ

เราปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 22.20 บาท (DCF, WACC 8.5%, TG 3.0%) (ไม่รวม IP-W1) จากเดิม 21.00 บาท โดยคาดว่า LAB จะเริ่มทำกำไรได้ตั้งแต่ปี 2022 หลังปรับปรุงสาขา เพิ่มผลิตภัณฑ์ และเพิ่มช่องทางการจำหน่าย ยังคงแนะนำถือ

Company Overview

IP ดำเนินธุรกิจพัฒนา คิดค้น และจำหน่ายผลิตภัณฑ์สุขภาพและนวัตกรรมความงามสำหรับคน และผลิตภัณฑ์สุขภาพสำหรับสัตว์เลี้ยง และปศุสัตว์ โดยเป็นผลิตภัณฑ์ที่ไม่ใช่อาหารเสริมหรือยา แต่ช่วยดูแลสุขภาพให้แข็งแรง ที่เรียกว่าโภชนาบำบัด (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 ใช้อยุ่ราว 16,000 ตารางเมตร ในนิคมอุตสาหกรรมโรจนะ 2 ที่จังหวัดอยุธยา

Valuation Methodology

ราคาเป้าหมายปี 2022 อยู่ที่ 22.20 บาท อิง DCF, WACC 8.5%, TG 3.0% ราคาเป้าหมายดังกล่าวคิดเป็น Implied PE ปี 2022 ที่ยังสูง 49.3 เท่า EV/EBITDA 29.5 เท่า สูงกว่า MEGA ซึ่งทำธุรกิจใกล้เคียงกัน และสูงกว่ากลุ่มค่าปลีก

ทั้งนี้ บริษัทมี IP-W1 ซึ่งมีอายุ 2 ปี สัดส่วนการใช้สิทธิ 1:1 ราคาใช้สิทธิ 25 บาทต่อหุ้น เริ่มใช้สิทธิครั้งแรก 30 ธ.ค. 2021 ใช้สิทธิได้ทุกสิ้นไตรมาส และครั้งสุดท้าย 30 ก.ย. 2023 มีจำนวนหุ้นสามัญรองรับ 19.2 ล้านหุ้น ราคาเป้าหมายที่รวม IP-W1 ทั้งหมดจะ dilute เป็น 20.85 บาท

ESG

Environment

- IP มุ่งพัฒนาสินค้าที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม รวมถึงถ่ายทอดความรู้ด้านสิ่งแวดล้อมและการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอย่างต่อเนื่อง
- ผลิตภัณฑ์ของ IP ผลิตจากโรงงานที่ได้มาตรฐานและเป็นผลิตภัณฑ์ที่ได้รับการขึ้นทะเบียนจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้องทุกผลิตภัณฑ์ สำหรับผลิตภัณฑ์ที่สั่งซื้อหรือสั่งผลิตจากต่างประเทศ จะขออนุญาตหรือขึ้นทะเบียนจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้องเช่น อย. หรือกรมปศุสัตว์

Social

- IP มุ่งพัฒนาสินค้าที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม รวมถึงถ่ายทอดความรู้ด้านสิ่งแวดล้อมและการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอย่างต่อเนื่อง
- ผลิตภัณฑ์ของ IP ผลิตจากโรงงานที่ได้มาตรฐานและเป็นผลิตภัณฑ์ที่ได้รับการขึ้นทะเบียนจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้องทุกผลิตภัณฑ์ สำหรับผลิตภัณฑ์ที่สั่งซื้อหรือสั่งผลิตจากต่างประเทศ จะขออนุญาตหรือขึ้นทะเบียนจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้องเช่น อย. หรือกรมปศุสัตว์

Governance

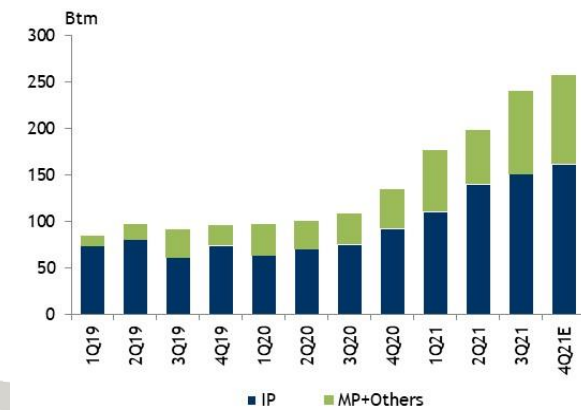
- โครงสร้างกรรมการบริษัทมี 7 คน มีกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 3 คน และกรรมการอิสระ 4 คน สัดส่วนของกรรมการอิสระมีมากกว่ากึ่งหนึ่งของจำนวนกรรมการทั้งหมดเพื่อให้เกิดการถ่วงดุลในการออกเสียงในการพิจารณาเรื่องต่างๆ และสอนทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- IP จัดทำนโยบายต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Policy) เป็นลายลักษณ์อักษรเพื่อเป็นแนวทางปฏิบัติที่ชัดเจนสำหรับพนักงานทุกระดับ และกำหนดให้มีการสอบทานการปฏิบัติอย่างสม่ำเสมอ
- บริษัทห้ามผู้บริหารและพนักงานเรียกร้องหรือรับผลประโยชน์ใดๆ ในรูปเงิน ของขวัญ หรือของมีค่าใดๆ รวมถึงบริการต่างๆ จากคู่ค้า ตัวแทนซื้อขาย หรือคู่แข่งของบริษัท
- IP ให้ความสำคัญในสิทธิพื้นฐานของผู้ถือหุ้น กำหนดให้มีการประชุมสามัญผู้ถือหุ้นปีละครั้ง ในกรณีเร่งด่วนที่กระทบกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น จะเรียกประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นเป็นกรณีไป และเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นมีสิทธิอย่างเท่าเทียมกันในการแสดงความคิดเห็น ให้ข้อเสนอแนะ ก่อนการลงมติในวาระใดๆ

4Q21E Earnings preview

(Bt mn)	4Q21E	3Q21	%Q-Q	4Q20	%Y-Y	2021E	2020	%Y-Y
Sales revenue	258	240	7.2	135	90.5	873	442	97.5
Cost of sales	150	144	3.5	62	141.9	486	181	168.0
Gross profit	108	96	12.8	74	47.2	387	261	48.5
SG&A expense	63	65	-3.2	64	-2.1	262	187	34.4
EBITDA	54	41	32.9	13	317.6	167	84	100.0
Interest expense	3	2	12.9	1	384.9	8	1	563.8
Norm profit	33	26	29.0	5	634.0	102	54	90.3
Net profit	33	26	29.0	5	634.0	102	54	90.3
Gross margin %	42.0	39.9	2.1	54.3	-12.3	44.4	59.0	-14.6
SG&A as % of Sales	24.4	27.0	-2.6	47.5	-23.1	28.8	42.3	-13.5
EBIT margin %	18.7	14.5	4.2	7.4	11.3	16.8	17.8	-0.9
EBITDA margin %	20.9	16.9	4.0	9.5	11.4	19.2	18.9	0.2
Net margin %	12.9	10.7	2.2	3.3	9.5	11.7	12.2	-0.4

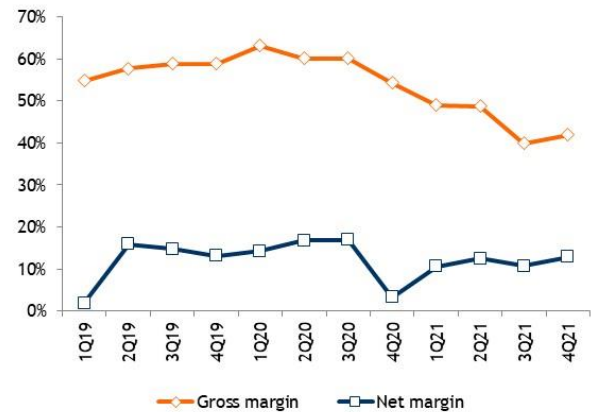
Source: Finansia estimates

รายได้จากการขายของ IP และบ.ย่อย



ที่มา: Finansia estimates

อัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิ



สมมติฐานประมาณการ LAB Pharmacy

(Btm)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Revenue	572	425	374	419	553	570
Gross margin %	33.0	32.0	22.7	30.0	28.9	28.7
SG&A to sales %	36.8	40.5	35.2	30.0	27.4	26.8
Net profit margin %	-2.9	-8.8	-1.8	3.1	3.0	3.0

DCF Valuation

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Sum of FCFF	9	16	25	24	27	33
PV of FCFF	82					
Terminal value	284					
Net debt	50					
Equity value	315					
Per share value to IP (Bt)	1.06					

ที่มา: Finansia estimates

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	873	1,725	2,113
Cost of sales	157	181	486	1,050	1,292
Gross profit	214	261	387	675	820
SG&A	157	187	252	485	584
Operating profit	57	74	136	191	236
Other income	5	5	11	14	15
EBIT	62	78	147	204	251
EBITDA	64	84	167	231	279
Interest charge	1	1	8	11	11
Tax on income	14	17	33	43	46
Earnings after tax	47	61	106	151	194
Minority interest	4	7	-4	-16	-24
Normalized earnings	43	54	102	134	170
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	43	54	102	134	170

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net profit	47	60	102	134	170
Deprec. & amortization	2	5	20	27	29
Change in working capital	-59	-93	-233	-148	-221
Other adjustments	15	19	136	115	116
Cash flow from operations	5	-9	26	128	93
Capital expenditure	-2	-256	-223	-258	-195
Others	0	6	-108	23	12
Cash flow from investing	-2	-250	-331	-235	-183
Free cash flow	3	-259	-306	-107	-90
Net borrowings	-2	108	222	102	154
Equity capital raised	337	0	192	0	0
Dividends paid	-12	-38	-61	-81	-102
Others	-16	-1	0	0	0
Cash flow from financing	307	68	353	21	52
Net change in cash	310	-190	47	-86	-37

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	343	152	199	113	76
Accounts receivable	112	160	282	336	394
Inventory	50	103	196	293	319
Other current assets	0	2	13	26	32
Total current assets	505	417	690	768	820
Investments	5	0	25	25	25
PPE	10	234	436	463	464
Other assets	7	41	88	157	188
Total assets	526	750	1,297	1,472	1,557
Short-term loans	9	11	70	70	70
Accounts payable	38	123	200	302	322
Current maturities	0	16	46	48	51
Other current liabilities	9	10	13	17	18
Total current liabilities	56	160	329	438	461
Long-term debt	0	91	192	194	183
Other non-current liab.	4	11	16	28	34
Total non-current liab.	4	102	208	223	217
Total liabilities	60	262	537	660	678
Registered capital	103	103	178	178	178
Paid up capital	103	103	149	149	149
Share premium	287	287	474	474	474
Legal reserve	6	9	9	9	9
Retained earnings	38	51	89	141	207
Others	22	22	22	22	22
Minority Interests	10	17	17	17	18
Shareholders' equity	456	471	743	795	861

Key Ratios

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Growth (%)					
Revenue	17.2	19.1	97.5	97.6	22.5
EBITDA	49.1	31.0	100.0	38.2	20.8
Net profit	46.5	23.7	90.3	31.2	26.5
Normalized earnings	46.5	23.7	90.3	31.2	26.5
Profitability (%)					
Gross profit margin	57.6	59.0	44.4	39.1	38.8
EBITDA margin	17.2	18.9	19.2	13.4	13.2
EBIT margin	16.6	17.8	16.8	11.9	11.9
Normalized profit margin	11.7	12.2	11.7	7.8	8.0
Net profit margin	11.7	12.2	11.7	7.8	8.0
Normalized ROA	8.3	7.2	7.9	9.1	10.9
Normalized ROE	9.5	11.4	13.8	16.9	19.7
Normalized ROCE	13.2	13.3	15.2	19.8	22.9
Risk (x)					
DE	0.1	0.6	0.7	0.8	0.8
Net D/E	-0.6	0.2	0.5	0.7	0.7
Net debt/EBITDA	-5.2	-0.4	0.7	0.9	0.8
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.28	0.26	0.34	0.45	0.57
Normalized EPS	0.28	0.26	0.34	0.45	0.57
EBITDA	0.41	0.41	0.56	0.78	0.94
Book value	2.21	2.29	2.49	2.67	2.89
Dividend	0.19	0.22	0.21	0.27	0.34
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Valuations (x)					
P/E	78.6	84.3	64.1	48.8	38.6
Norm P/E	78.6	84.3	64.1	48.8	38.6
P/BV	9.9	9.6	8.8	8.2	7.6
EV/EBITDA	65.8	53.8	39.9	29.2	24.3
Dividend yield (%)	0.8	1.0	0.9	1.2	1.6

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>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 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.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p>	<p>สาขา เคียนหวน (สีลม 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิฑู 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 758 ถ.พหลโยธิน ต.เวียง 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 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.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, SRI, 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 เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 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