

**T-BUY**

**บมจ. ศรีตรังแอโกรอินดัสทรี**

Previous	T-BUY
<b>2022 Target Price (Bt)</b>	<b>31.0</b>
Price (18/02/2022)	30.25
up/downside (%)	+2.5
SET Index	1,713.20
Sector	Agribusiness
Foreign limit/actual (%)	49.00/18.04
Free float (%)	55.50
Market cap (Bt m)	46,464.00
Avg daily T/O (Bt m) (2022 YTD)	219.94
hi, lo, avg (Bt) (2022 YTD)	32.50, 28.00, 30.57
IOD 2021	5
THAI CAC	Certified

**ยางธรรมชาติยังสดใส ส่วนถั่วมีอย่างยังล่งต่อ**

ระยะสั้น คาดกำไร 1Q22 ยังอ่อนตัวล่งต่อ เพราะราคาขายถั่วมีอย่างยังปรับลงราว -18% Q-Q ขณะที่ธุรกิจยางธรรมชาติยังมีแนวโน้มสดใสตลอดปี 2022 เพราะการแข่งขันที่น้อยลงทั้งในส่วนของผู้ส่งออก (เพราะคู่แข่งผลผลิตลดลง) และฝั่งซื้อ จนใช้เต็มกำลังการผลิตตั้งแต่ 4Q21 ที่ผ่านมา บริษัทอยู่ระหว่างขยายกำลังการผลิต +30% ในปี 2022 คาดจะเริ่มใช้กำลังการผลิตใหม่ได้ใน 2H22 ขณะที่ราคายางแท่ง SICOM ยังอยู่ในระดับสูง คาดราคาขายเฉลี่ยปี 2022 +2%-5% Y-Y อย่างไรก็ตาม ด้วยธุรกิจถั่วมีอย่างที่ลดลงเร็วกว่าคาด เราจึงปรับลดกำไรสุทธิปี 2022 ลง 33% เป็น 6,341 ลบ. (-60% Y-Y) แต่ยังเป็นกำไรที่สูงกว่าช่วงก่อนโควิด และปรับลดราคาเป้าหมายเป็น 31 บาท (อิง PBV เดิม 1 เท่า) คิดเป็น PE ที่ 7.5 เท่า และประกาศจ่ายปันผลงวด 4Q21 หุ้นละ 0.65 บาท คิดเป็น Yield 2.1% กำหนดขึ้น XD 19 เม.ย. 22 คงคำแนะนำ กิ่งกำไรกำไร 4Q21 ยังลดลงต่อเนื่อง จากธุรกิจถั่วมีอย่าง

กำไรสุทธิ 4Q21 เท่ากับ 1,614 ลบ. (-50% Q-Q, -70.6% Y-Y) แม้รายได้ธุรกิจยางธรรมชาติยังเติบโตได้ดีตามการเพิ่มขึ้นของทั้งปริมาณขายและราคาขาย แต่ถูกหักล้างด้วยการลดลงของธุรกิจถั่วมีอย่าง STGT มีกำไร -59.4% Q-Q, -78.4% Y-Y โดยเป็นผลของราคาขายถั่วมีอย่างที่ลดลง -13.9% Q-Q และ -48.4% Y-Y เป็น US\$32 ต่อ 1,000 ชัน กอปรกับต้นทุนวัตถุดิบปรับตัวสูงขึ้น ทำให้รายได้รวมและอัตรากำไรขั้นต้นรวมปรับลดลงทั้ง Q-Q และ Y-Y ขณะที่ค่าใช้จ่ายเร่งตัวขึ้นจากค่าใช้จ่ายในการขนส่งทางบก เพราะบริษัทต้องหาทางส่งออกสินค้าผ่านท่าเรืออื่น จนมากขึ้นรวมถึงค่าใช้จ่ายพนักงานที่สูงขึ้นตามการขยายกำลังการผลิตของกลุ่มบริษัท ทำให้ SG&A to Sales ปรับขึ้นสูงถึง 9% จากช่วงก่อนหน้าที่ 6%-7% แม้ 4Q21 จะเป็นกำไรต่ำสุดในรอบ 6 ไตรมาส แต่จากผลงานที่ดีมากใน 9M21 จบปี 2021 บริษัทมีกำไรสุทธิที่สูงสุดใหม่ที่ 15,847 ลบ. (+66.3% Y-Y)

**แนวโน้ม 1Q22 ยังไม่สดใส เพราะราคาถั่วมีอย่างยังล่งต่อ**

ระยะสั้น คาดกำไร 1Q22 ยังไม่สดใส ยังอ่อนตัวล่งต่อ Q-Q เพราะ 1. คาดราคาขายถั่วมีอย่างเฉลี่ยยังลดลงต่อราว 18% Q-Q เป็น US\$26 ต่อ 1,000 ชัน ภายหลังผู้ประกอบการเร่งขยายกำลังการผลิต ทำให้ Supply เพิ่มขึ้นมาก ส่งผลให้การแข่งขันสูงขึ้น 2. ต้นทุนวัตถุดิบสูงขึ้น และ 3. แม้อำนาจขายยางธรรมชาติยังอยู่ในระดับสูง แต่ปริมาณขายน่าจะทรงตัว Q-Q เพราะกำลังการผลิตยางแท่งถูกใช้เต็ม อย่างไรก็ตาม บริษัทให้ภาพว่าราคาขายถั่วมีอย่างใกล้เข้าสู่จุดสมดุลแล้ว เนื่องจาก Demand ถั่วมีอย่างทั่วโลกปี 2022 คาดยังโตต่อ +18% Y-Y จึงมีโอกาสที่ราคาถั่วมีอย่างน่าจะยังสูงกว่าช่วงก่อนโควิดที่ราว US\$19 ต่อ 1,000 ชัน ทั้งนี้ยังคงต้องติดตามราคาต่อไป

**ธุรกิจยางธรรมชาติปี 2022 ยังมีแนวโน้มเป็นขาขึ้น**

สำหรับธุรกิจยางธรรมชาติยังอยู่ในสถานการณ์ที่ดี จาก Supply ของคู่แข่งอย่างอินโดนีเซียลดลงเพราะปัญหาโรคใบร่วง ทำให้ Demand ยางไทยยังดีต่อเนื่อง ทำให้บริษัทอยู่ระหว่างขยายกำลังการผลิตยางธรรมชาติขึ้น 30% เป็น 3.66 ล้านตันในปี 2022 (รวมทุกประเภทสินค้า ส่วนใหญ่เป็นการขยายโรงงานยางแท่ง) และจะขยายต่อเนื่องให้เพิ่มเป็น 4.16 ล้านตันในปี 2024 ใกล้เคียงกับปริมาณ Production ของทั้งประเทศไทย สะท้อนถึงกลยุทธ์ของบริษัทที่ต้องแย่งชิงส่วนแบ่งการตลาดของคู่แข่งรายอื่น และตอกย้ำการเป็นผู้นำส่วนแบ่งการตลาดยางธรรมชาติอันดับ 1 ของโลก โดยมีแผนใช้เงินลงทุนรวมปี 2022-23 ที่ 1.59 และ 1.1 หมื่นลบ. ตามลำดับ และมีเป้าหมายปริมาณขายยางธรรมชาติปี 2022 เพิ่มขึ้น 23% เป็น 1.6 ล้านตัน ปัจจุบันขายล่วงหน้าถึงเดือน ก.ค. แล้ว และคาดการณ์รายได้เฉลี่ยอยู่ที่ราว 175-180 เซนต์ต่อ กก. สูงขึ้นจาก 171 เซนต์ต่อ กก. ในปี 2021

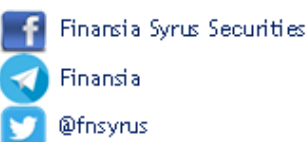
**ปรับลดกำไรและราคาเป้าหมายลงเป็น 31 บาท**

จากธุรกิจถั่วมีอย่างที่อ่อนตัวล่งมากกว่าคาด เราจึงปรับลดกำไรสุทธิปี 2022 ลง 33% เป็น 6,341 ลบ. (-60% Y-Y) แต่ยังเป็นระดับกำไรที่สูงกว่าช่วงก่อนโควิด ล่าสุดบริษัทเริ่มได้ผลผลิตถั่วมีอย่างบนพื้นที่ปลูก 5 ไร่ที่จ.ลำปางแล้ว คาดจะเริ่มรับรัยรายได้จากการขายเมล็ด ใบ และราก (ไม่ได้ปลูกเพื่อเอาช่อดอก) ในเดือน มี.ค. นี้ เบื้องต้นคาดการณ์รายได้ถั่วมีอย่างในปีนี้อยู่ที่ราว 1-2 ลบ. ยังไม่ส่งผลกระทบต่อผลประกอบการปี 2022 เป็น 31 บาท จากเดิม 32 บาท โดยอิง PBV 1 เท่า

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021	2022E	2023E
Revenue	75,479	118,275	107,631	117,102
Normalized profit	9,344	17,208	6,341	7,032
Net profit	9,531	15,847	6,341	7,032
EPS (Bt) - norm	6.08	11.20	4.13	4.58
EPS (Bt)- reported	6.21	10.32	4.13	4.58
% growth y-y	nm	66.3%	-60.0%	10.9%
Dividend/share (Bt)	2.25	4.15	1.65	1.83
BV/share (Bt)	24.79	30.37	31.31	34.71
EV/EBITDA (x)	2.96	2.18	5.63	5.32
PER (x) - norm	5.0	2.7	7.3	6.6
PER (x)	4.9	2.9	7.3	6.6
PBV (x)	1.2	1.0	1.0	0.9
Dividend yield (%)	7.4	13.7	5.5	6.1
ROE (%)	25.0	34.0	13.2	13.2
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

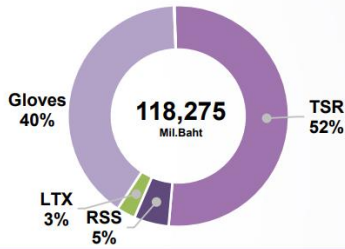
**Analyst: Sureeporn Teewasuwet**  
 Register No.: 040694  
 Tel.: +662 646 9972  
 email: sureeporn.t@fnsyrus.com  
 www.fnsyrus.com



**Company Overview**

STA ก่อตั้งขึ้นตั้งแต่ปี 1987 ดำเนินธุรกิจเป็นผู้ผลิตจำหน่าย และส่งออกผลิตภัณฑ์ยางธรรมชาติ ได้แก่ ยางแท่ง ยางแผ่นรมควัน น้ำยางข้น และต่อเนื่องมายังผลิตภัณฑ์ปลายน้ำอย่าง ถุงมือยางธรรมชาติและถุงมือยางไนไตรล์ที่ใช้ทางการแพทย์ และท่อยางไฮโดรลิกแรงดันสูง เป็น ถือเป็นผู้ประกอบการยางธรรมชาติแบบครบวงจร และเป็นผู้นำอันดับ 1 ของโลกในอุตสาหกรรมยางธรรมชาติ

Sales Breakdown by Product [FY21]



Sales Breakdown by Region [FY21]



บริษัทมีฐานลูกค้ากว้างขวางและกระจายไปทั่วโลกทั้งใน เอเชีย จีน สหรัฐ และยุโรป โดยมีกลุ่มลูกค้าเป้าหมายได้แก่ ผู้ผลิตยางล้อ ผ่านเครือข่ายการซื้อขายและจัดจำหน่ายจำนวน 3 แห่ง (สิงคโปร์ จีน เวียดนาม) ปัจจุบันมีโรงงานผลิตยางธรรมชาติสิ้นปี 2021 อยู่ที่ 34 แห่ง โดยมีกำลังการผลิตทางวิศวกรรม 2.81 ล้านตันต่อปี

ทั้งนี้บริษัทได้เข้าถือหุ้นใน STGT สัดส่วน 56% (หลัง IPO) ถือเป็นบริษัทย่อยของบริษัท ถือเป็นผู้ผลิตถุงมือยางทางการแพทย์รายใหญ่ที่สุดในไทยและรายใหญ่อันดับต้นของโลก ด้วยกำลังการผลิตสิ้นปี 2021 ที่ 4 หมื่นล้านชิ้นต่อปี

**Valuation Methodology**

เราปรับลดราคาเป้าหมายปี 2022 ลงเล็กน้อยเป็น 31 บาท จากเดิม 32 บาท โดยยังอิง PBV ที่ 1 เท่า เท่ากับค่าเฉลี่ยในอดีต และที่ราคาเป้าหมายใหม่คิดเป็น PE ที่ 7.5 เท่า

**ESG**

**Environment**

- STA ได้ตระหนักและให้ความสำคัญกับสิ่งแวดล้อม การอนุรักษ์ทรัพยากรธรรมชาติ ส่งเสริมการใช้พลังงานอย่างมีประสิทธิภาพ คำนึงถึงทางเลือกในการใช้ประโยชน์จากทรัพยากรธรรมชาติ โดยให้มีความเสียหายต่อสังคม 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 รวมถึงปฏิบัติตามพนักงานอย่างเท่าเทียมกัน และจัดให้มีสภาพแวดล้อมในที่ทำงานที่ดี ปลอดภัย อีกทั้งส่งเสริมให้พนักงานมีโอกาสพัฒนาความรู้ ความสามารถ เพื่อเป็นพนักงานที่มีทักษะสร้างประโยชน์ให้กับองค์กรและสังคมต่อไป

**Governance**

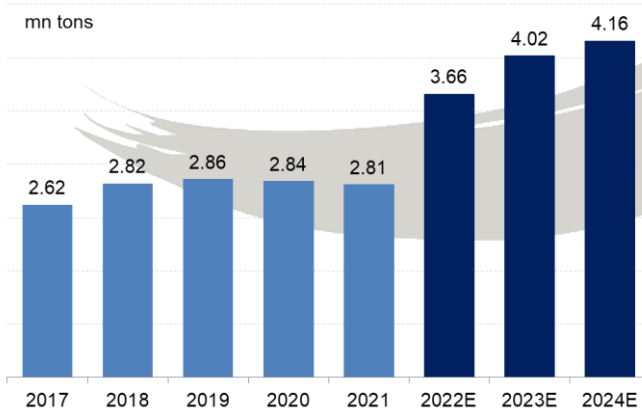
- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการ 11 คน ประกอบด้วยกรรมการอิสระ 4 คน ถือว่าไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด สอดคล้องตามเกณฑ์ เพื่อเป็นการถ่วงดุลอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกเสียง และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- บริษัทห้ามไม่ให้กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานที่รู้ข้อมูลภายในของบริษัท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

**ผลการดำเนินงาน 4Q21**

(Bt mn)	4Q21	3Q21	%Q-Q	4Q20	%Y-Y	2021	2020	% Y-Y
Sales revenue	28,406	28,486	-0.3	26,246	8.2	118,275	75,478	56.7
Natural Rubber (mb)	20,162	17,685	14.0	12,370	63.0	70,778	44,728	58.2
-NR Volume (tons)	345,575	311,308	11.0	273,303	26.4	1,294,724	1,032,284	25.4
-NR ASP (US\$/ton)	1,746	1,724	1.3	1,477	18.2	1,708	1,383	23.5
Glove (mb)	8,244	10,801	-23.7	13,876	-40.6	47,497	30,751	54.5
-Glove Volume (mn pieces)	7,786	7,051	10.4	7,275	7.0	27,304	28,043	-2.6
-ASP (US\$/1,000 pieces)	32	47	-13.9	62	-48.4	56	35	60.0
Costs	23,005	20,332	13.1	15,018	53.2	80,216	53,697	49.4
Gross profit	5,401	8,154	-33.8	11,228	-51.9	38,059	21,781	74.7
SG&A costs	2,548	2,015	26.5	1,338	90.4	7,927	4,783	65.7
Interest Expense	229	214	7.0	166	38.0	829	691	20.0
Norm profit	1,735	3,756	-53.8	5,145	-66.3	17,208	9,344	84.2
Net profit	1,614	3,231	-50.0	5,499	-70.6	15,847	9,531	66.3
-Natural Rubber (mb)	583	692	-15.8	728	-19.9	2,573	1,097	134.5
-Glove (mb)	1,031	2,538	-59.4	4,771	-78.4	13,274	8,434	57.4
Gross margin %	19.0	28.6		42.8		32.2	28.9	
-Natural Rubber	13.0	13.6		8.1		12.5	9.3	
-Glove	33.7	53.2		73.7		61.4	57.3	
SG&A as % of Sales	9.0	7.1		5.1		6.7	6.3	
Net margin %	5.7	11.3		21.0		13.4	12.6	

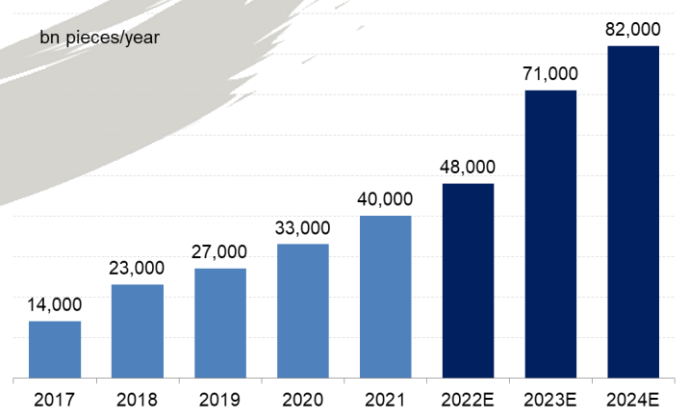
Source: Company Data

**แผนขยายกำลังการผลิตยางธรรมชาติ**



Source: Company Data

**แผนขยายกำลังการผลิตถุงมือยาง**



Source: Company Data

**ผลผลิตกัญชงเริ่มคลอด จะรับรู้อย่างไรได้ในเดือน มี.ค.**

**We currently supply**

- Hemp's seeds**
- Hemp's leaves**
- Hemp's roots**

to our contracted customers

**Already received a License for Hemp Cultivation**

**Location:**  
Thoen, Lampang, Thailand

**Total Area:** 5 Rais

**Soil testing:** To confirm no contamination of Arsenic, Cadmium, Lead, and Mercury

SRITRANG's hemp products are traceability to create more value for our sustainable farming.

Source: STA's Presentation

## 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)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Revenue	60,286	75,479	118,275	107,631	117,102
Cost of sales	55,432	53,697	80,216	90,254	98,198
Gross profit	4,854	21,781	38,059	17,377	18,904
SG&A	4,571	4,783	7,927	6,781	7,377
Operating profit	284	16,999	30,132	10,596	11,527
Other income	281	349	422	431	468
EBIT	565	17,348	30,554	11,027	11,995
EBITDA	3,051	20,149	33,560	14,533	16,001
Interest charge	891	691	829	854	781
Tax on income	-16	1,667	2,542	947	1,020
Earnings after tax	-310	14,990	27,183	9,226	10,194
Minority interest	-96	-5,865	-10,330	-3,229	-3,513
Normalized earnings	-239	9,344	17,208	6,341	7,032
Extraordinary items	91	187	-1,361	0	0
Net profit	-149	9,531	15,847	6,341	7,032

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Net profit	-149	9,531	15,847	6,341	7,032
Deprec. & amortization	2,486	2,801	3,006	3,506	4,006
Change in working capital	-40	-6,033	-15,137	8,497	-2,583
Other adjustments	-1,175	-517	-2,551	-237	-234
Cash flow from operations	1,123	5,782	1,165	18,108	8,221
Capital expenditure	-4,101	-2,387	-13,564	-10,000	-10,000
Others	15	-369	-441	396	0
Cash flow from investing	-4,086	-2,756	-14,005	-9,604	-10,000
Free cash flow	-2,963	3,027	-12,839	8,504	-1,779
Net borrowings	1,860	2,661	13,397	-310	1,181
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	-457	-1,149	-7,901	-2,537	-2,813
Others	-317	19,526	3,706	-11,567	1,920
Cash flow from financing	1,086	21,038	9,202	-14,413	288
Net change in cash	-1,877	24,065	-3,637	-5,910	-1,491

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Cash	2,382	26,447	22,810	16,900	15,409
Accounts receivable	4,978	9,260	8,946	11,795	12,833
Inventory	13,494	19,032	32,578	24,727	26,904
Other current assets	1,689	2,637	3,452	3,229	3,513
Total current assets	22,543	57,375	67,787	56,651	58,659
Investments	1,197	1,230	1,713	1,713	1,713
Plant, property & equipment	30,048	29,634	40,191	46,685	52,678
Other assets	4,543	4,878	4,836	4,440	4,440
Total assets	58,331	93,117	114,527	109,489	117,491
Short-term loans	16,949	22,162	21,640	22,359	22,360
Accounts payable	2,529	4,636	5,322	7,913	8,609
Current maturities	2,642	3,899	2,288	2,053	2,054
Other current liabilities	352	1,723	1,560	2,476	2,693
Total current liabilities	22,472	32,420	30,810	34,800	35,716
Long-term debt	9,345	6,134	17,368	16,315	17,261
Other non-current liab.	1,025	1,166	1,300	1,088	1,088
Total non-current liab.	10,370	7,300	18,668	17,403	18,349
Total liabilities	32,842	39,720	49,478	52,203	54,065
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	11,577	25,530	34,111	35,546	40,766
Minority Interests	1,369	15,326	18,396	9,198	10,118
Shareholders' equity	25,488	53,397	65,049	57,286	63,425

**Key Ratios**

	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>Growth (%)</b>					
Revenue	-17.6	25.2	56.7	-9.0	8.8
EBITDA	-32.5	560.4	66.6	-56.7	10.1
Net profit	nm	nm	66.3	-60.0	10.9
Normalized earnings	nm	nm	84.2	-63.1	10.9
<b>Profitability (%)</b>					
Gross profit margin	8.1	28.9	32.2	16.1	16.1
EBITDA margin	5.1	26.7	28.4	13.5	13.7
EBIT margin	0.9	23.0	25.8	10.2	10.2
Normalized profit margin	-0.4	12.4	14.5	5.9	6.0
Net profit margin	-0.2	12.6	13.4	5.9	6.0
Normalized ROA	-0.4	10.0	15.0	5.8	6.0
Normalized ROE	-0.6	25.0	34.0	13.2	13.2
Normalized ROCE	1.6	28.6	36.5	14.8	14.7
<b>Risk (x)</b>					
D/E	1.4	1.0	1.1	1.1	1.0
Net D/E	1.3	0.3	0.6	0.7	0.7
Net debt/EBITDA	10.0	0.7	0.8	2.4	2.4
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	-0.10	6.21	10.32	4.13	4.58
Normalized EPS	-0.16	6.08	11.20	4.13	4.58
EBITDA	1.99	13.12	21.85	9.46	10.42
Book value	15.70	24.79	30.37	31.31	34.71
Dividend	0.35	2.25	4.15	1.65	1.83
Par	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	nm	4.9	2.9	7.3	6.6
Norm P/E	nm	5.0	2.7	7.3	6.6
P/BV	1.9	1.2	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	25.2	3.0	2.2	5.6	5.3
Dividend yield (%)	1.2	7.4	13.7	5.5	6.1

Source: Company data, FSS research

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

<p><b>สำนักงานใหญ่</b> 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500</p>	<p><b>สำนักงานอัลมาลิ่งค์</b> 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999</p>	<p><b>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1</b> 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พินเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อนุสาวรีย์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999</p>	<p><b>สาขา บางกระบือ</b> 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545</p>	<p><b>สาขา ประชาชื่น</b> 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130</p>
<p><b>สาขา บางนา</b> 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร 02-740-7100</p>	<p><b>สาขา มินท์ ทาวเวอร์</b> ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9 อาคาร มินท์ ทาวเวอร์ เลขที่ 719 ถนนบรมหัตถ์ทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700</p>	<p><b>สาขา สีลม 1</b> 130-132 อาคารสีลม 1 ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิญญู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p>	<p><b>สาขา เคียนหวน (สีลม 2)</b> 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิญญู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717</p>	<p><b>สาขา สาทร</b> เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสโกทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร 02-036-4859</p>
<p><b>สาขา รังสิต</b> 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ชอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180</p>	<p><b>สาขา รัตนาธิเบศร์</b> 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300</p>	<p><b>สาขา แจ้งวัฒนะ</b> 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193</p>		
<p><b>สาขา ขอนแก่น</b> 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925</p>	<p><b>สาขา อุดรธานี</b> 197/29, 213/3 ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589</p>	<p><b>สาขา เชียงใหม่</b> 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-711</p>	<p><b>สาขา เชียงราย</b> 758 ถ.พหลโยธิน ต.เวียง อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120</p>	<p><b>สาขา สมุทรสาคร</b> เลขที่ 813/30 ถนนนเรศวร ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045</p>
<p><b>สาขา แม่สาย</b> 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599</p>	<p><b>สาขา นครราชสีมา</b> 198/1 ต.ระกอบ อ.เมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323</p>	<p><b>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต</b> 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ ต.หาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499</p>	<p><b>สาขา หาดใหญ่</b> 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777</p>	<p><b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b> 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595</p>
<p><b>สาขา ตรัง</b> 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219</p>	<p><b>สาขา ปัตตานี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุตะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี 073-350-140-4</p>			

**คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน**

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>สูงกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>สูงกว่า ตลาด</b>
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>เท่ากับ ตลาด</b>
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>ต่ำกว่า ตลาด</b>

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

**DISCLAIMER:** รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, 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 2021

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