

IRC (IRC TB)

BUY

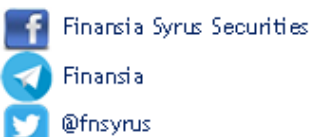
บมจ. อีโนเว รับเบอร์ (ประเทศไทย)

Previous	--
2021 Target Price (Bt)	19.00
Price (19/01/2021)	14.90
up/downside (%)	+27.5
SET Index	1,522.59
Sector	Auto
Foreign limit/actual (%)	49.00/37.32
Free float (%)	27.55
Market cap (Bt m)	2,989.77
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	26.18
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	15.10, 14.00, 14.71
IOD 2020	4
THAI CAC	Declared

Consolidated earnings				
BT (mn) - Ended Sep	2019	2020	2021E	2022E
Revenue	5,430	4,364	4,885	5,374
Normalized profit	237	219	253	294
Net profit	167	219	253	294
EPS (Bt) - norm	1.18	1.10	1.26	1.47
EPS (Bt)- reported	0.83	1.12	1.26	1.47
% growth y-y	-53.7	34.9	12.8	16.4
Dividend/share (Bt)	0.42	0.57	0.64	0.74
BV/share (Bt)	17.91	17.74	18.37	19.10
EV/EBITDA (x)	4.6	3.4	3.3	3.0
PER (x) - norm	12.6	13.6	11.8	10.1
PER (x)	18.0	13.3	11.8	10.1
PBV (x)	0.8	0.8	0.8	0.8
Dividend yield (%)	2.8	3.8	4.3	5.0
Norm ROE (%)	4.7	6.2	6.9	7.7
YE No. of shares (million)	200	200	200	200
Par (Bt)	1.00	1.00	1.00	1.00

Source: Company data, Finansia estimates

Analyst: Jitra Amorntum
 Register No.: 014530
 Tel.: +662 646 9966
 email: jitra.a@fnsyrus.com
 www.fnsyrus.com



เติบโตตามอุตสาหกรรมและนวัตกรรม

เราเริ่มต้นการวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำซื้อ IRC เติบโตตามอุตสาหกรรมรถยนต์และรถจักรยานยนต์ในประเทศเป็นหลัก ด้วยประสบการณ์กว่า 50 ปี ทำให้บริษัทเป็นผู้นำในตลาด OEM ครองส่วนแบ่งตลาดสูงสุดอันดับ 1 และเป็นผู้นำในตลาดทดแทน รวมถึงพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ เช่น แผ่นยางรองวางรถไฟที่เติบโตไปกับโครงการลงทุนขนาดใหญ่ของภาครัฐ และพัฒนาชิ้นส่วนสำหรับรถ EV รองรับการผลิตของยานยนต์ไฟฟ้า ฐานะการเงินแข็งแกร่ง ปลอดหนี้เงินกู้ เราคาดการณ์ปี 2021-2023 โตเฉลี่ย 16.1% CAGR ประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 19 บาท (PE 15 เท่า) ปัจจุบันหุ้นซื้อขายที่ PE 11.8 เท่า PBV 0.8 เท่า และ EV/EBITDA ต่ำเพียง 3.3 เท่า

ฟื้นตัวตามอุตสาหกรรมยานยนต์ที่เป็น V-shape

อุตสาหกรรมรถยนต์และรถจักรยานยนต์เป็นหนึ่งในไม่กี่อุตสาหกรรมที่ฟื้นตัวเป็น V-shape เพื่อชดเชยการผลิตที่หายไปในช่วงที่ค่ายรถยนต์ทั่วโลกปิดโรงงานชั่วคราวจากการ Lockdown ในช่วงเดือน มี.ค.-พ.ค. 2020 การฟื้นตัวของผลประกอบการ IRC เป็น V-shape ตามอุตสาหกรรมเช่นกัน เนื่องจากตลาดหลักกว่า 70% พึ่งพาตลาดในประเทศ และกว่า 50% ของรายได้มาจากการจำหน่ายยางนอกยางในรถจักรยานยนต์และชิ้นส่วนยางของรถยนต์และรถจักรยานยนต์

ยอดขายรถในประเทศได้อานิสงส์จาก E-commerce การขนส่งและโลจิสติกส์

เราคาดว่าในระยะ 3 ปีข้างหน้า (ปี 2021-2023) ยอดขายรถยนต์และรถจักรยานยนต์ในประเทศเติบโตเฉลี่ย 5-6% ตามภาวะเศรษฐกิจและกำลังซื้อในประเทศที่ทยอยฟื้น แม้หนี้ครัวเรือนจะอยู่ในระดับสูงและประชาชนระมัดระวังการใช้จ่ายโดยเฉพาะสินค้าคงทน แต่สัญญาณการบริโภคเริ่มดีขึ้น การจ้างงานปรับตัวดีขึ้น ราคาพืชผลทางการเกษตรหลายประเภทปรับสูงขึ้น ทั้งนี้ ยอดขายรถยนต์ในประเทศที่ฟื้นตัว หนุนจากความต้องการรถเพื่อการพาณิชย์จากการฟื้นตัวของการลงทุนและการก่อสร้าง การขนส่ง โลจิสติกส์ และ E-Commerce ขณะที่ความต้องการรถจักรยานยนต์ได้รับแรงหนุนจากการรับ-ส่งสินค้า พัสดุ และอาหาร (On-demand Delivery) ซึ่งกลายเป็น New normal หลังการระบาดของ COVID-19

คาดการณ์ปี 2021-2023 เติบโตเฉลี่ย 16.1% CAGR

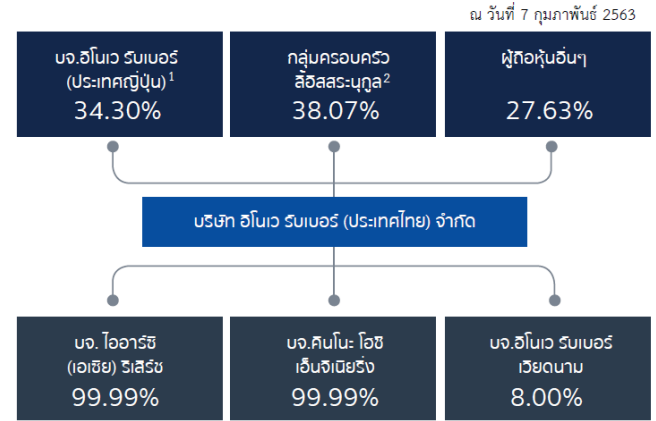
ด้วยประสบการณ์กว่า 50 ปี IRC เป็นแบรนด์ผู้นำทั้งในตลาด OEM มีส่วนแบ่งตลาดเป็นอันดับ 1 และเป็นผู้นำในตลาดทดแทน บริษัทขับเคลื่อนองค์กรด้วยนวัตกรรม มีการพัฒนาแผ่นยางรองวางรถไฟซึ่งเติบโตไปพร้อมกับโครงการลงทุนขนาดใหญ่ คิดค้นสูตรชิ้นส่วนสำหรับรถ EV รองรับการผลิตของยานยนต์ไฟฟ้า และยังคงปลอดหนี้เงินกู้ เราคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2021-2023 (สิ้นสุด ก.ย. 2021) เติบโตเฉลี่ย 16.1% CAGR ฟื้นขึ้นจากในช่วง 4 ปีที่ผ่านมาที่ -19.2% CAGR

ประเมินราคาเป้าหมาย 19.00 บาท แนะนำซื้อ

เราประเมินราคาเป้าหมาย 19.00 บาทอิง PE 15 เท่า หรือ +1SD ของค่า PE เฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี ซึ่งคิดเป็น Implied PBV เพียง 1.0 เท่า และ Implied EV/EBITDA 4.7 เท่า ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มยานยนต์ ราคาหุ้นปัจจุบันคิดเป็น 2021PE 11.8 เท่า เท่ากับค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี โดยที่ 2 ใน 5 ปีเป็นปีที่สถานการณ์ของอุตสาหกรรมไม่ปกติ และราคาปัจจุบันยังคิดเป็น 2021PBV เพียง 0.8 เท่า 2021EV/EBITDA 3.3 เท่า และคาดการณ์อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล 4.3% แนะนำซื้อ

Company Overview

IRC เป็นบริษัทร่วมทุนไทย-ญี่ปุ่น โดยกลุ่มครอบครัวลีอัสตระกูล ได้ร่วมลงทุนกับบริษัท อีโนเว รับเบอร์ (ประเทศญี่ปุ่น) ก่อตั้งเมื่อวันที่ 15 ธ.ค. 1969 เพื่อประกอบธุรกิจผลิตผลิตภัณฑ์ยางอีลาสโตเมอร์ เพื่อใช้ในอุตสาหกรรมยานยนต์และอุตสาหกรรมอื่นๆ และธุรกิจผลิตยางนอกยางในของรถจักรยานยนต์ที่มีคุณภาพสูงตามมาตรฐานโลก ปัจจุบัน (ก.พ. 2020) กลุ่มครอบครัวลีอัสตระกูลถือหุ้น 38.07% และบริษัท อีโนเว รับเบอร์ (ประเทศญี่ปุ่น) ถือหุ้น 34.30%



IRC มีโรงงาน 2 แห่งตั้งอยู่ที่รังสิต จ.ปทุมธานี และอ.วังน้อย จ.พระนครศรีอยุธยา

IRC มีวิสัยทัศน์มุ่งสู่การเป็นบริษัทชั้นนำที่ขับเคลื่อนด้วยนวัตกรรมของผลิตภัณฑ์ยางอีลาสโตเมอร์และยางล้อที่มีคุณภาพ ใช้เทคโนโลยีเข้ามาช่วยในด้านการผลิต เช่น การใช้ระบบอัตโนมัติในการผลิตสายยางนอก การใช้หุ่นยนต์ในสายการผลิตยางใน นำมาซึ่งการลดการสูญเสียและเพิ่มประสิทธิภาพการผลิต

บริษัทให้ความสำคัญกับการวิจัยพัฒนาคุณภาพของผลิตภัณฑ์ จึงจัดตั้งบริษัทย่อยและบริษัทร่วม 3 บริษัท เพื่อตอบโจทย์ลูกค้าให้ได้มีประสิทธิภาพ ได้แก่

1. บริษัท ไออาร์ซี (เอเชีย) รีเสิร์ช จำกัด
2. บริษัท คินโนะ โซชิ เอ็นจิเนียริง จำกัด
3. บริษัท อีโนเว รับเบอร์ เวียดนาม จำกัด

Valuation Methodology

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 19.00 บาทตอง PE 15 เท่า หรือ +1SD ของค่า PE เฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี ซึ่งคิดเป็น Implied PBV เพียง 1.0 เท่า และ Implied EV/EBITDA 4.7 เท่า ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มยานยนต์ แม้ว่าอัตราการเติบโตของกำไรของ IRC จะสูงไม่เท่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มยานยนต์ แต่ฐานะการเงินของบริษัทแข็งแกร่ง สภาพคล่องสูงมาก (เงินสดในมือ ณ สิ้นเดือน ก.ย. 2020 เท่ากับ 4.53 บาทต่อหุ้น) และมีอัตรากำไรที่ดี

ESG



- IRC อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ ESG100 ประจำปี 2020 ต่อเนื่องเป็นปีที่ 5 สะท้อนความโดดเด่นในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลอย่างยั่งยืน ในด้านสิ่งแวดล้อม บริษัทใช้ทรัพยากรอย่างรู้คุณค่า ส่งเสริมวัฒนธรรมสีเขียวให้อยู่ในทุกกระบวนการผลิต เช่น Zero waste หรือการจัดการของเสียให้เป็นศูนย์ ผ่านกระบวนการ 3Rs คือ Reduce, Reuse และ Recycle
- บริษัทมีการจัดการน้ำ ไฟฟ้า และของเสียที่ใช้ในองค์กร ลดฝุ่น ลดกลิ่น และความร้อนในบริเวณทำงาน โดยการติดตั้งแผงโซลาร์ ช่วยลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสู่ชั้นบรรยากาศ



- IRC ดำเนินโครงการเพื่อสังคมต่างๆ อย่างต่อเนื่อง เช่น “โครงการให้อาชีพ ให้ชีวิต” ที่มุ่งมั่นสร้างคนดีคืนสู่สังคม โดยตลอดระยะเวลา 7 ปี บริษัทได้เข้าไปฝึกอบรมด้านจริยธรรม ทักษะที่ดีในการใช้ชีวิต และการฝึกอาชีพให้แก่ผู้ต้องขังหญิงในทัณฑสถาน และมี “โครงการสหกรณ์กองทุนสวนยางคลองปาง จ.ตลิ่งชัน” ที่บริษัทเข้าไปช่วยเพิ่มมูลค่าให้แก่เกษตรกร ช่วยเหลือเกษตรกรให้มีความเป็นอยู่ที่ดีขึ้น และมี “โครงการพัฒนาห่วงโซ่อุปทาน” เพื่อสนับสนุนนโยบาย Thailand 4.0 มุ่งพัฒนาคุณค่าของบริษัทให้เข้าใจแนวคิดวิธีการใหม่ๆ เพื่อปรับปรุงประสิทธิภาพกระบวนการทำงาน
- นอกจากนี้ ยังรณรงค์ด้านการขับเคลื่อนอย่างปลอดภัยตลอดทั้งปีผ่าน “โครงการขับเคลื่อนปลอดภัย ไออาร์ซีแคร์” และ “โครงการขับเคลื่อนปลอดภัยช่วงเทศกาล” เพื่อสร้างความตระหนักเรื่องความปลอดภัยให้ผู้ขับขี่



- โครงสร้างคณะกรรมการบริษัทประกอบด้วยกรรมการไม่น้อยกว่า 5 ท่าน โดยกรรมการไม่น้อยกว่ากึ่งหนึ่งของจำนวนกรรมการทั้งหมด ต้องมีถิ่นที่อยู่ในราชอาณาจักร และมีกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมดและอย่างน้อย 3 ท่าน การสรรหาและคัดเลือกกรรมการบริษัท เน้นคุณสมบัติหลากหลายทั้งในด้านทักษะประสบการณ์ และความสามารถเฉพาะด้านที่เป็นประโยชน์ต่อบริษัท
- IRC มุ่งมั่นประกอบธุรกิจด้วยความซื่อสัตย์ สุจริต โปร่งใส และเป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี และส่งเสริมให้บุคลากรทุกระดับมีจิตสำนึกในการต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชัน
- บริษัทให้ความสำคัญเรื่องการใช้ข้อมูลภายในโดยกำหนดแนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการใช้ข้อมูลภายในและติดตามผลอย่างสม่ำเสมอ โดยรวบรวมอยู่ในคู่มือจรรยาบรรณธุรกิจ/จรรยาบรรณกรรมการและพนักงานตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี

พร้อมสู่การเป็นบริษัทชั้นนำในอาเซียนด้วยประสบการณ์กว่า 50 ปี

ผลิตภัณฑ์ของ IRC แบ่งเป็น 2 สายธุรกิจ ได้แก่ ผลิตภัณฑ์ชิ้นส่วนยางอุตสาหกรรม (Industrial Elastomer Parts) และผลิตภัณฑ์ยางนอก-ยางในรถจักรยานยนต์ (Motorcycle Tires and Tubes) ตลอดช่วง 5 ปีที่ผ่านมาผลิตภัณฑ์ทั้งสองสายธุรกิจมีสัดส่วนรายได้ใกล้เคียงกัน หากแบ่งรายได้ตามภูมิศาสตร์ ตลาดหลักกว่า 70% อยู่ในประเทศ โดยในปี 2020 (สิ้นสุด ก.ย. 2020) IRC มีสัดส่วนการขายในประเทศ 73% และส่งออก 27%

1. ผลิตภัณฑ์ชิ้นส่วนยางอุตสาหกรรม (Industrial Elastomer Parts) ยังสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 กลุ่มหลักคือชิ้นส่วนยางเพื่อใช้ในอุตสาหกรรมยานยนต์และชิ้นส่วนยางที่ใช้ในอุตสาหกรรมอื่นๆ ดังนี้

ชิ้นส่วนยางเพื่อใช้ในอุตสาหกรรมยานยนต์

กลุ่มที่ 1. ผลิตภัณฑ์ชิ้นส่วนยางเพื่อใช้อุตสาหกรรมยานยนต์

ผลิตภัณฑ์ยางที่ใช้ในรถยนต์



1. กลุ่มชิ้นส่วนยางในห้องเครื่อง
 - ก้านวัดระดับน้ำมันเครื่อง
 - ยางท่อไอดี
 - ประเก็นยางฝาสูบ

2. กลุ่มชิ้นส่วนยางในระบบส่งกำลัง
 - ยางหุ้มแกนคอปพวงมาลัย
 - ยางหุ้มเพลากรี



3. กลุ่มยางกันกระแทก
 - ยางกันกระแทกฝากระโปรงหน้า
 - ยางหุ้มท่อน้ำมันเชื้อเพลิง
 - ยางกันกระแทก
 - ยางหัวท่อไอเสีย
 - แคลมป์รัดท่อน้ำมันเชื้อเพลิง
 - ยางรองตัวถังรถกระบะ
 - ยางรองสปริงคิโซ็ค
 - ยางรองหม้อน้ำ
 - ยางรัดถังน้ำมัน
 - ยางรองสปริงคิ

4. กลุ่มยางชิ้นส่วนภายในห้องโดยสารและยางซีล
 - ยางขอบประตู
 - ยางขอบกระจก (ยางหูช้าง)
 - ยางโคมไฟหน้า
 - ยางซีลกระจก
 - ยางร้อยสายไฟข้างประตู
 - ยางแผ่นกันโคลนซุ้มล้อ
 - ยางคองถังน้ำมัน
 - ยางกันลื่นบันไดข้าง
 - ยางรองไฟหลัง
 - ยางหุ้มสายเบรค
 - ยางขอบกระจกหน้า
 - ยางกันฝุ่นคลัตช์

ผลิตภัณฑ์ยางที่ใช้ในรถจักรยานยนต์



1. กลุ่มชิ้นส่วนยางตัวถังรถ
 - ยางจุกข้อต่อ
 - ยางลูกลอยคาร์บู
 - สายรัดแบตเตอรี่
 - ยางกันลื่นข้างตัวรถ
3. กลุ่มยางกันกระแทก
 - ยางรองคัมล้อ
 - ยางกันกระชาก
 - ตัวล๊อคแผงรองหม้อน้ำ

2. กลุ่มชิ้นส่วนยางในระบบส่งกำลัง
 - สะพานโซ่ราวลิ้น
 - ยางกันโซ่
 - ลูกกลิ้งยางโซ่ราวลิ้น
 - สเตออร์หน้า
4. กลุ่มยางชิ้นส่วนภายในห้องโดยสารและยางซีล
 - ยางกันฝุ่นกันน้ำ
 - ยางหุ้มสายไฟ
 - ยางหุ้มขอบเบาะ
 - ยางโอรัง
 - ยางรองฝาลังน้ำมัน
 - ยางกันน้ำหลอดไฟ
 - ยางครอบไฟ

ผลิตภัณฑ์ชิ้นส่วนยางเพื่ออุตสาหกรรมอื่น เป็นผลิตภัณฑ์ที่บริษัทวิจัยและพัฒนาเพื่อใช้ในงานที่หลากหลายมากขึ้น เช่น ชิ้นส่วนยางที่ใช้ในระบบโครงสร้างพื้นฐาน เครื่องจักรการเกษตร เครื่องจักรเพื่อการก่อสร้าง เครื่องทำความเย็น อุปกรณ์ไฟฟ้า วัสดุก่อสร้าง ยางขอบกระจก ซีลยางขอบตู้คอนเทนเนอร์ ยางแท่นเครื่อง ยางหุ้มวาล์ว เปิดปิดน้ำของการประปา ยางปูพื้น Vi-Pafe และผลิตภัณฑ์อื่นๆ ตามความต้องการของลูกค้า

ชิ้นส่วนยางเพื่อใช้ในอุตสาหกรรมอื่น

- ผลิตภัณฑ์ชิ้นส่วนยางในเครื่องใช้ไฟฟ้าและเครื่องทำความเย็น (Thermal System)



ยางรอง (Grommet Cushion)

- ผลิตภัณฑ์ชิ้นส่วนยางในเครื่องจักรกล (Agro-based)



ท่อน้ำมัน (Fuel Tube)

ยางฝากระโปรงเครื่องยนต์ (Bonnet)

- ผลิตภัณฑ์ชิ้นส่วนยางในอุตสาหกรรมก่อสร้าง (Construction)



ซีลผนังบ้าน



ยางหุ้มอะลูมิเนียม (Setting Box)



ปะเก็นยางกันรั่วซึม (Rubber Gasket)



ยางหุ้มแผงหลอดไฟถนน (Street Light Seal)



ยางรองรอยต่อพื้นคอนกรีต (Expansion Joint)



- ผลิตภัณฑ์ชิ้นส่วนยางในระบบโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure)



ยางกันฝุ่น (Dust Seal)



ยางหุ้มวาล์วน้ำ (Butterfly Valve)

- ผลิตภัณฑ์ชิ้นส่วนยางในระบบราง (Rail System)



Maintenance Parts



แผ่นยางรองชุดยึดเหนี่ยวราง (Rail Pad)

- ผลิตภัณฑ์ Vi-pafe®



พื้นสนามกีฬาชนิดโพลิยูรีเทน



พื้นสนามเด็กเล่นประสงศ์



บล็อกยางปูพื้นสำเร็จรูป

ที่มา: IRC

2. ผลิตภัณฑ์ยางนอก-ยางในรถจักรยานยนต์ (Motorcycle Tires and Tubes) IRC เป็นผู้ผู้นำในตลาดยางนอก-ยางในรถจักรยานยนต์ในประเทศ มีประสบการณ์ยาวนานกว่า 50 ปี ได้รับความไว้วางใจจากลูกค้าชั้นนำ ไม่ว่าจะเป็น Honda, Yamaha, Kawasaki, Suzuki และอื่นๆ

ยางนอกรถจักรยานยนต์



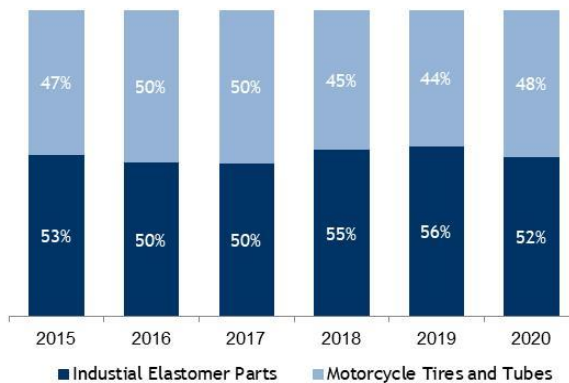
ชิ้นส่วนยางในรถจักรยานยนต์



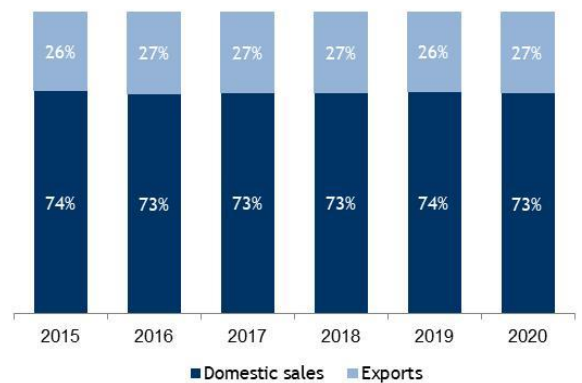
ยาง Vi-Pafe ปูพื้นสนามเด็กเล่น ทางเดินในสวน ปูพื้นโรงยิม สนามหญ้าเทียม

ที่มา: IRC

โครงสร้างรายได้ตามประเภทผลิตภัณฑ์ปี 2015-2020



โครงสร้างรายได้ตามภูมิศาสตร์ปี 2015-2020

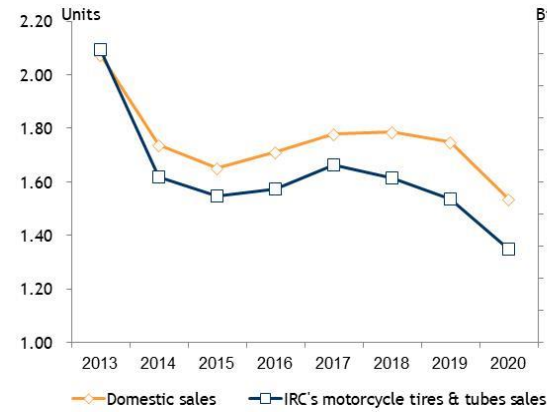


ที่มา: IRC

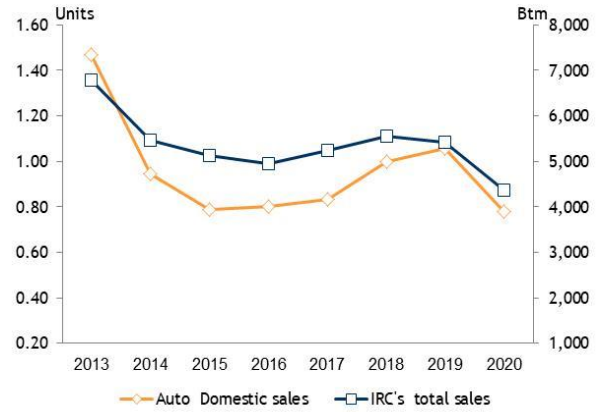
อุตสาหกรรมยานยนต์ฝ่าจุดต่ำสุดไปแล้วและทยอยฟื้นตัวต่อเนื่อง

ตลาดหลักของ IRC กว่า 70% พึ่งพาดตลาดในประเทศ และเนื่องจากกว่า 50% ของรายได้มาจากการขายยางนอก-ยางในรถจักรยานยนต์และชิ้นส่วนของรถยนต์และรถจักรยานยนต์ ผลประกอบการของบริษัทจึงขึ้นอยู่กับยอดขายจำหน่ายในประเทศของรถยนต์และรถจักรยานยนต์เป็นหลัก

รายได้จากยางนอก-ยางในรถจักรยานยนต์



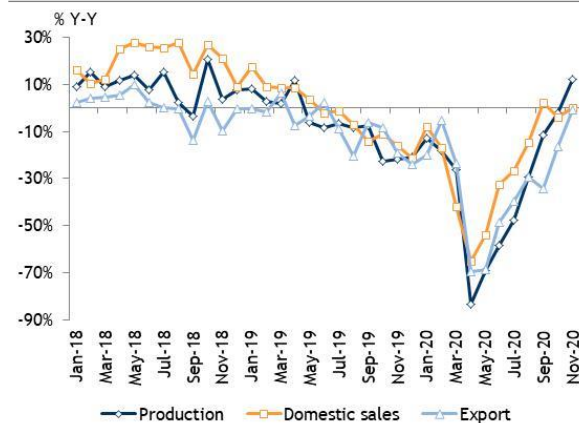
รายได้รวมของ IRC และยอดขายรถในประเทศ



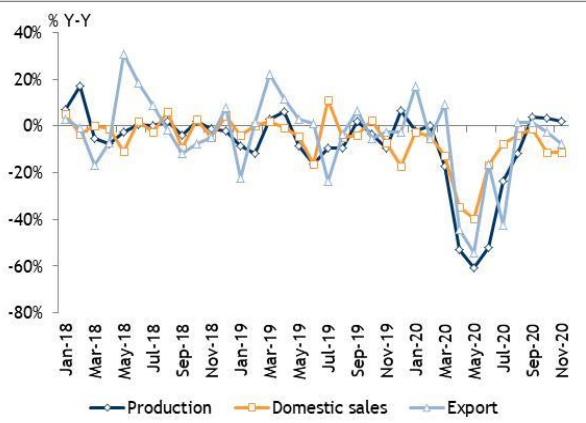
หมายเหตุ: ข้อมูลอุตสาหกรรมรายปีแต่ละปีเริ่มตั้งแต่เดือน ต.ค. ถึง ก.ย. เท่ากับรอบปีบัญชีของ IRC
ที่มา: The Federation of Thai Industries

เห็นได้ชัดว่าหลังจากการ Reopen ในหลายประเทศราวกลางปี 2020 อุตสาหกรรมรถยนต์และรถจักรยานยนต์เป็นหนึ่งในไม่กี่อุตสาหกรรมที่ฟื้นตัวเป็น V-shape เพื่อชดเชยการผลิตที่หายไปในช่วงที่ค่ายรถยนต์หลายค่ายต้องปิดโรงงานชั่วคราวจากการ Lockdown ทั่วโลกในช่วงเดือน มี.ค.-พ.ค. 2020 กิจกรรมทางเศรษฐกิจทั่วโลกหยุดชะงัก แรงงานบางส่วนต้องออกจากงาน กำลังซื้อของผู้บริโภคลดลง และสถาบันการเงินคุมเข้มในการปล่อยสินเชื่อมากขึ้น ส่งผลให้อุตสาหกรรมรถยนต์และรถจักรยานยนต์ในไทยในช่วง 2Q20 หดหนักทั้งยอดขายการผลิตเพราะคำสั่งซื้อหายไป การจำหน่ายในประเทศและส่งออกลดลง ส่วน IRC เองได้รับผลกระทบรุนแรงเช่นกัน ผลประกอบการในช่วง 3Q20 (เม.ย.-มิ.ย. 2020) ประสบผลขาดทุนสุทธิ 21.7 ล้านบาท จากรายได้ที่ลดลงเหลือเพียง 725.9 ล้านบาท ต่ำสุดเป็นประวัติการณ์

ยอดผลิต จำหน่าย และส่งออกรถยนต์ รายเดือน



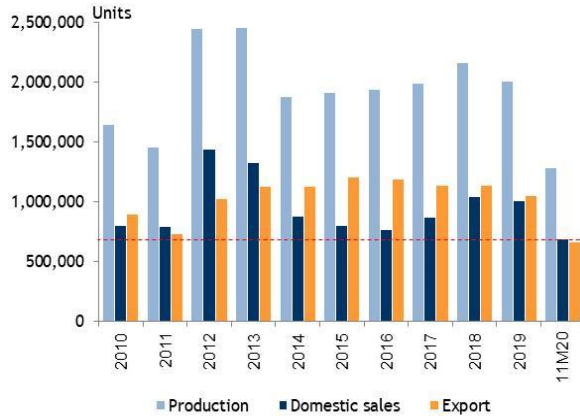
ยอดผลิต จำหน่าย และส่งออกรถจักรยานยนต์ รายเดือน



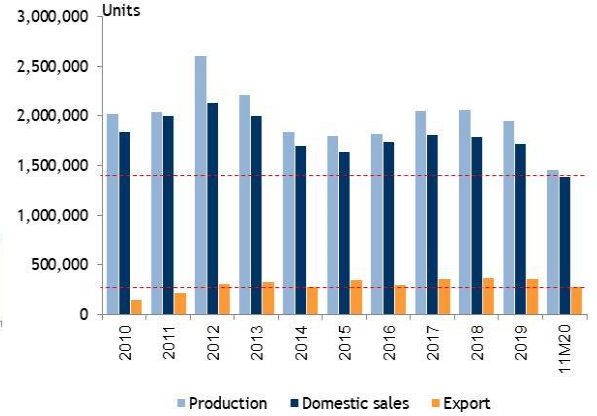
ที่มา: The Federation of Thai Industries

แม้ว่าการผลิต การจำหน่าย และการส่งออกยานยนต์จะฟื้นตัวเป็น V-shape แต่ผลกระทบในปี 2020 ยังรุนแรง โดยในงวด 11M20 ภาพรวมยอดการผลิตรถยนต์ในประเทศมีจำนวน 1.28 ล้านคัน หดตัว 31.7% Y-Y แบ่งเป็น ยอดจำหน่ายในประเทศ 6.88 แสนคัน หดตัว 25.1% Y-Y และยอดส่งออก 6.67 แสนคัน หดตัว 32.0% Y-Y ส่วน ยอดการผลิตรถจักรยานยนต์มีจำนวน 1.46 ล้านคัน ลดลง 18.6% Y-Y แบ่งเป็นยอดจำหน่ายในประเทศ 1.39 ล้านคัน ลดลง 13.3% Y-Y และยอดส่งออก 2.86 แสนคัน ลดลง 12.5% Y-Y

ยอดผลิต จำหน่าย และส่งออกรถยนต์ รายปี



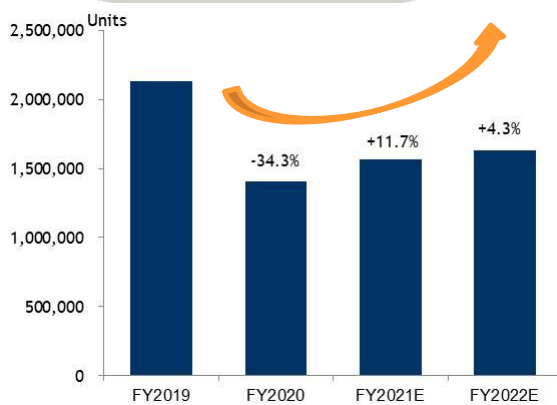
ยอดผลิต จำหน่าย และส่งออกจักรยานยนต์ รายปี



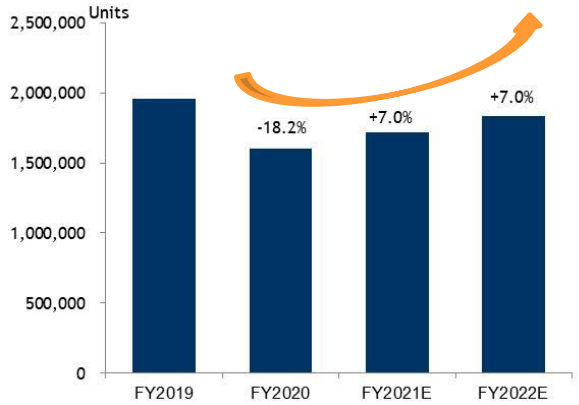
ที่มา: The Federation of Thai Industries

สำหรับตัวเลขทั้งปี 2020 สมาอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย (ส.อ.ท.) ได้มีการคาดการณ์เมื่อเดือน ต.ค. 2020 ก่อนการระบาดของ COVID-19 ระลอกใหม่ว่ายอดการผลิตรถยนต์จะมีจำนวน 1.4 ล้านคัน -30.5% Y-Y ส่วนการผลิตรถจักรยานยนต์จะมีจำนวน 1.6 ล้านคัน -18.2% ขณะที่กลุ่มลูกค้าของ IRC ได้มีการคาดการณ์ว่าในปี 2021-2022 ปริมาณการผลิตรถยนต์จะฟื้นตัว +11.7% Y-Y เป็น 1.57 ล้านคัน และ +4.3% Y-Y เป็น 1.64 ล้านคัน ตามลำดับ สำหรับปริมาณการผลิตรถจักรยานยนต์จะฟื้นตัว +7.0% ทั้งในปี 2021 และ 2022 เป็น 1.72 ล้านคันและ 1.84 ล้านคัน ตามลำดับ ทั้งจากกำลังซื้อที่ย่อยฟื้นตัวและปัญหา Supply disruption ของการผลิตที่คลี่คลายลง

คาดการณ์ยอดผลิตรถยนต์ในประเทศ



คาดการณ์ยอดผลิตรถจักรยานยนต์ในประเทศ



หมายเหตุ: ตัวเลขคาดการณ์ในกรณีที่ไม่เกิดเหตุการณ์การแพร่ระบาดระลอกใหม่ของ COVID-19

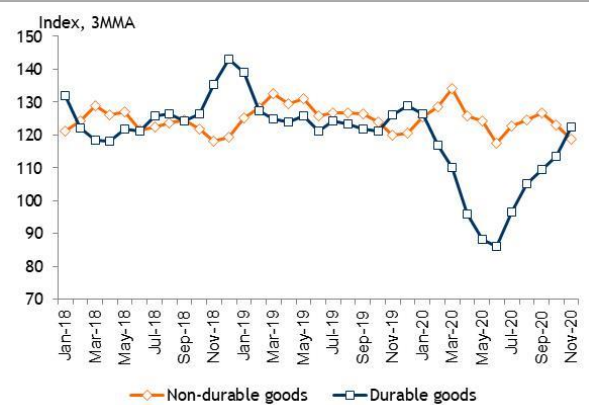
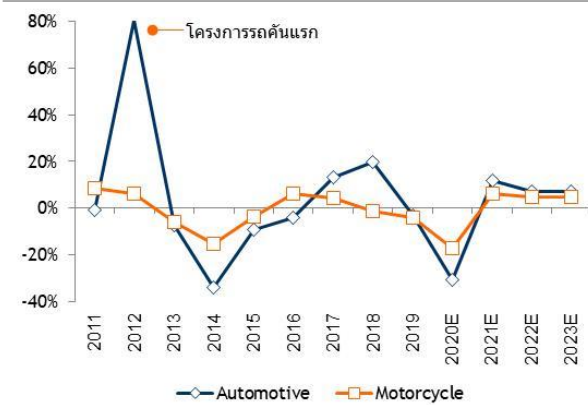
ข้อมูลปี FY2019-2020 มาจากสภาอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย (FTI) และข้อมูลประมาณการ FY2021-2022 มาจากกลุ่มลูกค้าของ IRC

ที่มา: The Federation of Thai Industries, กลุ่มลูกค้าของ IRC

กำลังซื้อในประเทศและการส่งออกที่ค่อยๆฟื้นตัวขึ้น หนุนยอดขายของ IRC

เราคาดการณ์ว่าในระยะ 3 ปีข้างหน้า (ปี 2021-2023) ยอดขายรถยนต์และรถจักรยานยนต์ในประเทศจะเติบโตเฉลี่ย 5-6% ใกล้เคียงกัน การเติบโตเป็นไปตามภาวะเศรษฐกิจและกำลังซื้อในประเทศที่ทยอยฟื้นตัว แม้ว่าหนี้ครัวเรือนจะยังอยู่ในระดับสูงและประชาชนระมัดระวังในการใช้จ่ายใช้สอยโดยเฉพาะสินค้าคงทน แต่สัญญาณการบริโภคก็เริ่มดีขึ้น การจ้างงานทั้งในและนอกภาคการเกษตรปรับตัวดีขึ้น ราคาพืชผลทางการเกษตรหลายประเภทปรับตัวสูงขึ้น ทั้งนี้ ยอดขายรถยนต์ในประเทศที่มีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น ได้รับการสนับสนุนจากความต้องการรถเพื่อการพาณิชย์ซึ่งได้อานิสงส์จากการฟื้นตัวของการลงทุนและการก่อสร้าง การขนส่ง โลจิสติกส์ และ E-Commerce ขณะที่ความต้องการรถจักรยานยนต์ได้รับแรงหนุนจากการรับ-ส่งสินค้า พัสดุ และอาหาร (On-demand Delivery) ซึ่งกลายเป็น New normal หลังจากการระบาดของ COVID-19

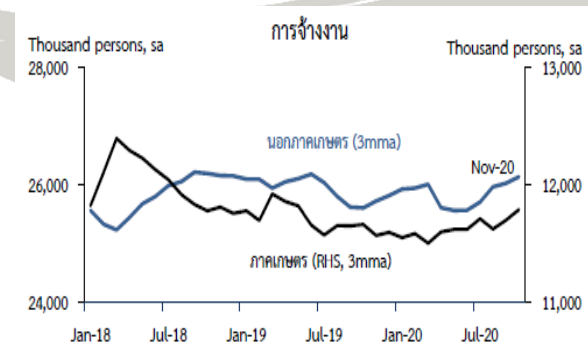
คาดการณ์ยอดขายรถยนต์และรถจักรยานยนต์ในประเทศ การบริโภคสินค้าคงทนฟื้นตัวแรงจากฐานต่ำ



ที่มา: FTI, Finansia Research

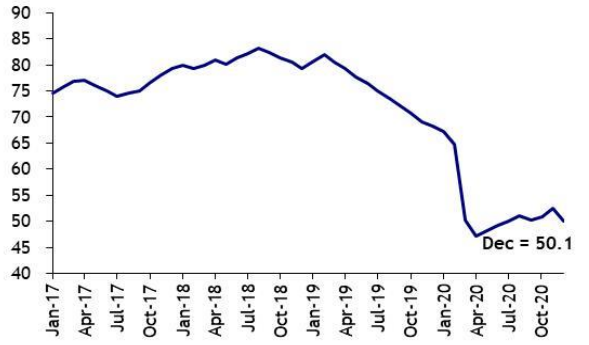
ที่มา: Bank of Thailand, Finansia Research

การจ้างงานมีสัญญาณดีขึ้น



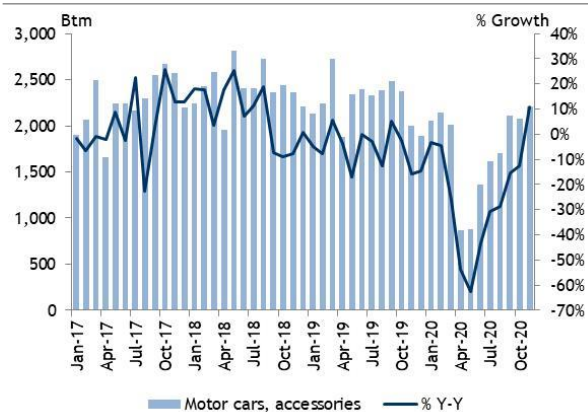
ที่มา: Labor Force Survey (NSO), calculated by Bank of Thailand

ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคยังเปราะบาง



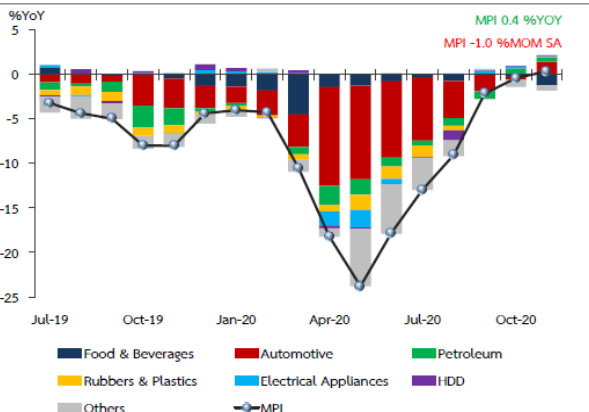
ที่มา: UTCC

การส่งออกยานยนต์และชิ้นส่วนทยอยฟื้นตัว



ที่มา: Ministry of Commerce

การผลิตภาคอุตสาหกรรมขยายตัวจากการผลิตยานยนต์



ที่มา: Office of Industrial Economics, calculated by Bank of Thailand

IRC เป็นแบรนด์ผู้นำทั้งในตลาด OEM และตลาดทดแทน

IRC เป็นผู้ผลิตยางนอก-ยางในรถจักรยานยนต์เป็นรายแรกของประเทศไทย ภายใต้แบรนด์ "IRC" มีส่วนแบ่งในตลาดยางล้อเป็นอันดับ 1 (46.4% ตามปริมาณ) ในปี 2020 (สิ้นสุดเดือน ก.ย.) สำหรับตลาด OEM และคิดเป็นส่วนแบ่งตลาดถึง 19.5% สำหรับตลาดรวม ผลิตภัณฑ์ของ IRC ทั้งยางนอก-ยางในรถจักรยานยนต์ และชิ้นส่วนยางอุตสาหกรรม มีช่องทางการจำหน่ายครบวงจรตั้งแต่การขายให้กับผู้ผลิตรถหรือรับจ้างผลิต (Original Equipment Market: OEM) และการขายอะไหล่เข้าสู่ตลาดทดแทน (Replacement Market: REP) โดยในปี 2020 (ต.ค. 2019-ก.ย. 2020) รายได้ 66% มาจากตลาด OEM

หากแบ่งตามประเภทผลิตภัณฑ์ พบว่าในปี 2020 (ต.ค. 2019-ก.ย. 2020) รายได้จากการจำหน่ายยางนอก-ยางในรถจักรยานยนต์มีจำนวน 2,078.9 ล้านบาท (-13.1% Y-Y) แบ่งเป็นการขายผ่านตลาด OEM 29.1% ตลาด REP 28.9% และส่งออก 42.0%

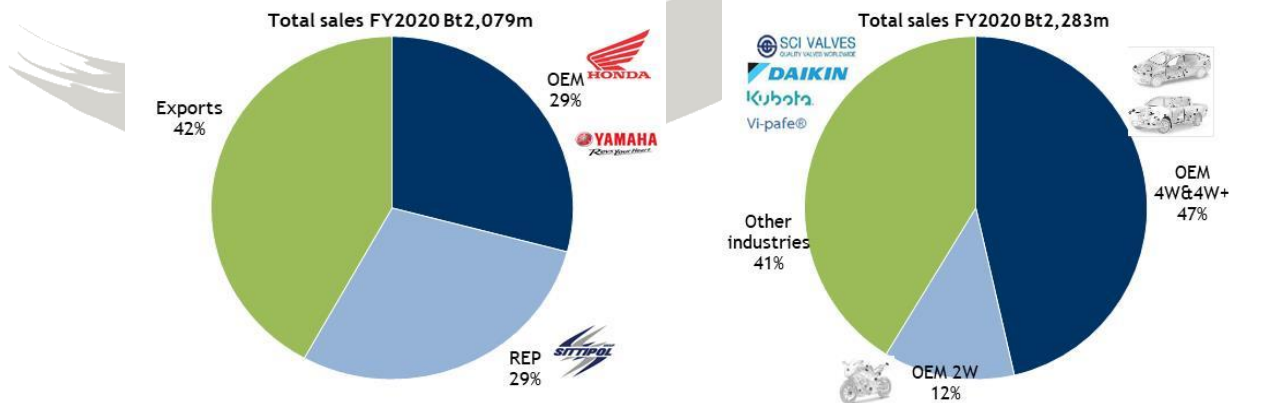
ส่วนรายได้จากชิ้นส่วนยางอุตสาหกรรมมีจำนวน 2,282.8 ล้านบาท (-24.8% Y-Y) แบ่งเป็นการขายผ่านตลาด OEM 60.0% อีก 40% เป็นการขายให้อุตสาหกรรมต่อเนื่องจากผู้ผลิตรถยนต์และรถจักรยานยนต์ และอุตสาหกรรมอื่น เช่นเครื่องทำความเย็น เครื่องจักรกลการเกษตร เป็นต้น

ทั้งนี้ ตลาด OEM ของบริษัทได้แก่ กลุ่มลูกค้าโรงงานประกอบรถยนต์ เช่น Mitsubishi, Toyota, Isuzu, Honda, Nissan, Mazda, Suzuki, Ford, Chevrolet และโรงงานประกอบรถจักรยานยนต์ Honda, Suzuki, Kawasaki, Yamaha, Ducati เป็นต้น

สำหรับตลาดทดแทน IRC จำหน่ายให้บริษัท สิทธิผล 1919 จำกัด ไปจำหน่ายต่อตลาดส่งออก เป็นการขายผ่านตัวแทนไปยังลูกค้าในญี่ปุ่น เมียนมาร์ กัมพูชา และประเทศอื่นในกลุ่มอาเซียน

ช่องทางการจำหน่ายยางนอก-ยางในรถจักรยานยนต์

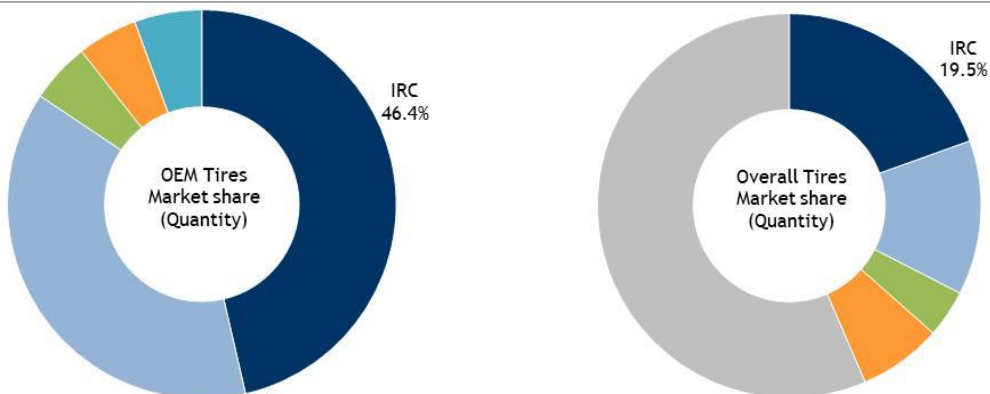
ช่องทางการจำหน่ายสินค้าชิ้นส่วนยางอุตสาหกรรม



หมายเหตุ: Data as of 30 September 2020
ที่มา: IRC

ส่วนแบ่งการตลาดยางล้อในตลาด OEM ปี 2020

ส่วนแบ่งตลาดยางล้อโดยรวมในปี 2020



หมายเหตุ: Data as of 30 September 2020
ที่มา: IRC

ขับเคลื่อนด้วยนวัตกรรม

IRC ให้ความสำคัญกับการวิจัยและพัฒนา มีการพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ เพื่อตอบสนองตลาดที่หลากหลาย เช่น ยางนอกรถจักรยานยนต์สำหรับสกูตเตอร์ให้ความยืดเกาะถนนสูง ยางรุ่นใหม่สำหรับรถ For Fun และยางวิบาก ผลิตภัณฑ์ Vi-Pafe ยางปูพื้นนอกประมง (อยู่ในบัญชีนวัตกรรม) ใช้ได้กับสนามกีฬา ปูพื้นโรงยิม สนามเด็กเล่น ทางเดินสวนสาธารณะ สนามหญ้าเทียม เจาะตลาดที่อยู่อาศัยและโรงเรียน เป็นต้น นอกจากนี้ IRC ยังพัฒนา “แผ่นยางรองรางรถไฟ” ที่พัฒนามาจากส่วนผสมของยางธรรมชาติและยางสังเคราะห์ที่ผลิตในประเทศ ใช้ได้กับระบบรางของโครงการรถไฟทางคู่ รถไฟความเร็วสูง มอเตอร์เวย์ สนามบิน ท่าเรือ เป็นต้น สนองนโยบายภาครัฐ ให้เพิ่มการใช้ยางพาราในประเทศ

การมาของยานยนต์ไฟฟ้าไม่ใช่ความเสี่ยงของ IRC เพราะบริษัทได้คิดค้นสูตรและพัฒนาผลิตภัณฑ์สำหรับยานยนต์ไฟฟ้า เช่น ชิ้นส่วนยางและยางรถจักรยานยนต์รองรับรถ EV ไว้แล้ว การขับเคลื่อนองค์กรด้วยนวัตกรรม นอกจากจะทำให้การเข้ามาของคู่แข่งรายใหม่ ยากขึ้นแล้ว ยังทำให้การเติบโตของบริษัทมีความยั่งยืน



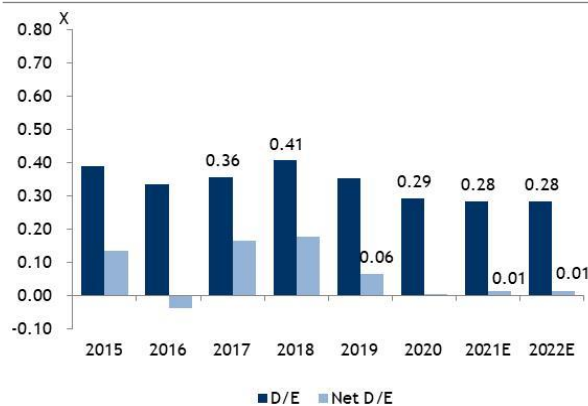
แผ่นยางรองรางรถไฟ

ฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง ปลอดภัย

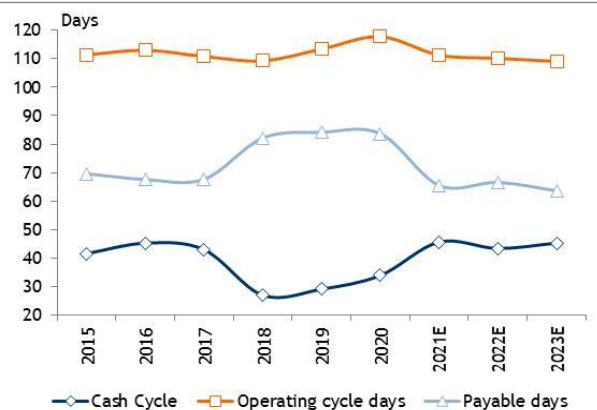
IRC เป็นบริษัทที่ปลอดภัยเงินกู้ตลอดช่วงหลายปีที่ผ่านมาหนี้สินหลักราว 80% เป็นเจ้าหนี้การค้า ส่วนที่เหลือเป็นค่าใช้จ่ายค้างจ่ายและผลประโยชน์พนักงาน (มีพนักงานประมาณ 1.7 พันคน ณ สิ้นเดือน ก.ย. 2020) อัตราส่วน D/E จึงอยู่ในระดับต่ำมาก โดยสิ้นปี 2020 (สิ้นสุดเดือน ก.ย.) อยู่ที่ 0.3 เท่า และไม่มีภาระดอกเบี้ยจ่าย ในขณะที่สินทรัพย์มีจำนวน 4,588.6 ล้านบาท สินทรัพย์หลัก 39.6% เป็นที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ นอกนั้นเป็นสินค้าคงเหลือ ลูกหนี้การค้า และมีเงินสดในมือถือ 905.1 ล้านบาท (คิดเป็น 4.53 บาทต่อหุ้น)

สภาพคล่องสูงมาก วงจรเงินสดเฉลี่ยสั้นเพียง 45 วัน จากทั้งการเก็บหนี้ที่เฉลี่ย 65-70 วัน ระยะเวลาขายสินค้าเฉลี่ย 45-50 วัน และระยะเวลาจ่ายหนี้การค้าเฉลี่ย 80-82 วัน

D/E และ Net D/E Ratio



อัตราส่วนสภาพคล่อง



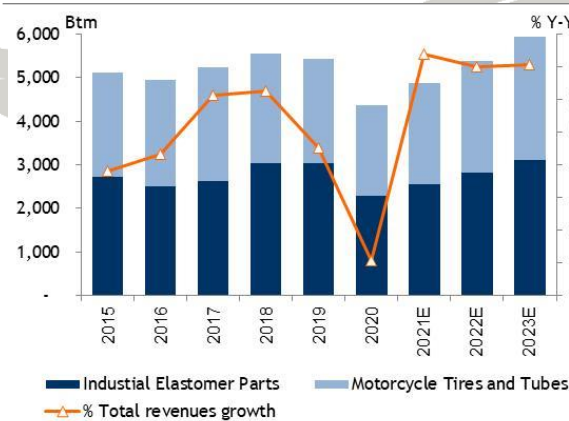
ที่มา: IRC, , Finasia estimates

คาดการณ์กำไรในช่วงปี 2021-2023 เติบโตเฉลี่ย 16.1% CAGR

ในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา (ปี 2019-2020 สิ้นสุดเดือน ก.ย.) IRC ได้รับผลกระทบจากสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีน และต่อเนืองด้วย COVID-19 ส่งผลให้การเติบโตของรายได้หดตัวลงต่อเนื่องทั้งสองปี -2.4% Y-Y และ -19.6% Y-Y ตามลำดับ และทำให้กำไรสุทธิปี 2019 -53.6% Y-Y เป็น 166.5 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม มีรายการพิเศษคือผลกระทบจาก พ.ร.บ.คุ้มครองแรงงานฉบับใหม่ และโครงการเกษียณอายุ รวม 70.1 ล้านบาท หากปรับผลกระทบดังกล่าว กำไรปกติปี 2019 จะลดลง 34.0% Y-Y เป็น 236.6 ล้านบาท สำหรับปี 2020 กำไรสุทธิ +31.5% Y-Y เป็น 219.1 ล้านบาท จากอัตรากำไรขั้นต้นที่ปรับเพิ่มขึ้นเป็น 13.0% จาก 10.4% ตามราคาต้นทุนวัตถุดิบหลัก ซึ่งได้แก่โพลีเมอร์ส ยางธรรมชาติ ยางสังเคราะห์ คาร์บอนแบล็ค ชิ้นส่วนเหล็ก และสารเคมีอื่นๆ (ประมาณ 53-56% ของต้นทุนการขาย) ที่ลดลงตามราคาน้ำมัน ประกอบกับการควบคุมต้นทุนและค่าใช้จ่ายอย่างเข้มข้น และไม่มีภาวะดอกเบี้ยจ่าย

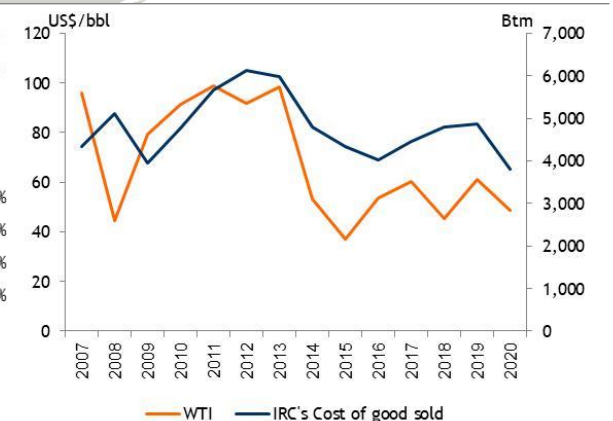
สำหรับปี 2021-2023 เราคาดการณ์กำไรได้กลับมาเติบโตเฉลี่ย 10.1% CAGR อัตรากำไรเติบโตสูงที่สุดในรอบ 6 ปีที่ผ่านมา โดยเฉพาะในปี 2021 ที่คาดเติบโต 11.9% Y-Y จากความต้องการของผลิตภัณฑ์เดิมและผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ ที่บริษัทพัฒนาอยู่ตลอดเวลา รวมไปถึง “แผนขยายโรงงาน” ที่เริ่มมีคำสั่งซื้อแล้วและเติบโตไปพร้อมกับการลงทุนภาครัฐในโครงการต่างๆ ในขณะที่ต้นทุนวัตถุดิบหลักมีแนวโน้มปรับตัวขึ้นอย่างช้าๆ ตามการฟื้นตัวของราคาน้ำมันดิบโลก แต่เชื่อว่าผลิตภัณฑ์นวัตกรรม การกระจายตลาด และ Economy of scale จะทำให้ยังสามารถรักษาระดับอัตรากำไรขั้นต้นไว้ที่ 13.1-13.6% ได้และยังคงควบคุมค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารให้อยู่ในระดับ 8% ต่อรายได้ ส่งผลเรคาดกำไรสุทธิปี 2021 (สิ้นสุด ก.ย. 2021) เป็น 252.7 ล้านบาท +15.4% Y-Y และเติบโตต่อเนื่องอีก 16.4% Y-Y เป็น 294.1 ล้านบาทในปี 2022 และ +16.0% Y-Y เป็น 341.1 ล้านบาทในปี 2023 คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 16.1% CAGR ในช่วงปี 2021-2023 ฟื้นขึ้นจากในช่วง 4 ปีที่ผ่านมาที่ -19.2% CAGR และคิดเป็น Net profit margin ที่ดีขึ้นเป็น 5.2-5.7% จาก 3.0-5.0% ในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา

คาดการณ์รายได้



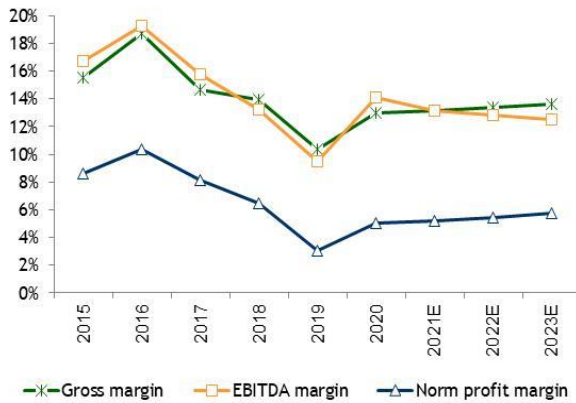
ที่มา: IRC, Bloomberg, Finansia estimates

ต้นทุนขายของ IRC สอดคล้องกับราคาน้ำมันดิบโลก

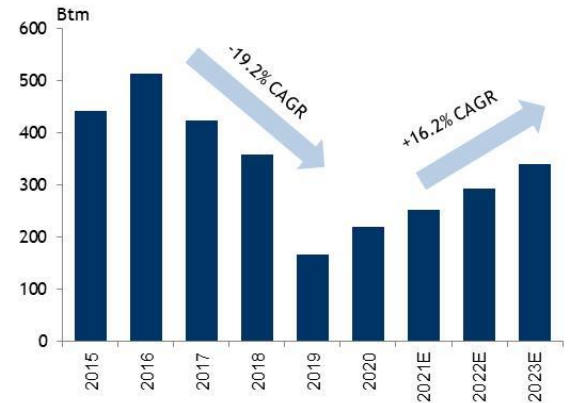


ที่มา: Bloomberg, Finansia estimates

อัตรากำไร



คาดการณ์กำไรสุทธิ



ที่มา: IRC, Finansia estimates

ประเมินราคาเป้าหมาย 19.00 บาท แนะนำซื้อ

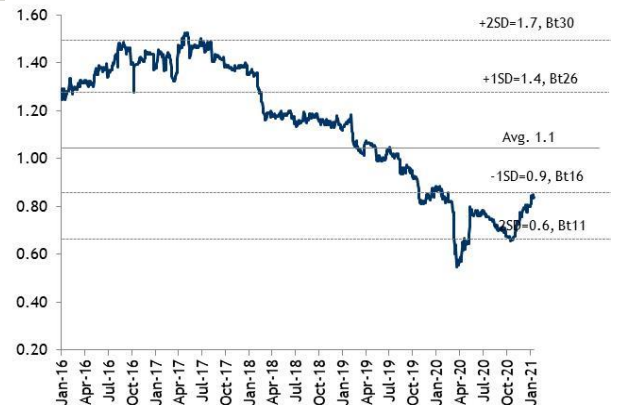
เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 19.0 บาทอิง PE 15 เท่า หรือ +1SD ของค่า PE เฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี ซึ่งคิดเป็น Implied PBV เพียง 1.0 เท่า และ Implied EV/EBITDA 4.7 เท่า ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มยานยนต์ แม้ว่าอัตราการเติบโตของกำไรของ IRC จะสูงไม่เท่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มยานยนต์ แต่ฐานะการเงินของบริษัทแข็งแกร่ง สภาพคล่องสูงมาก (เงินสดในมือ ณ สิ้นเดือน ก.ย. 2020 เท่ากับ 4.53 บาทต่อหุ้น) และมีอัตรากำไรที่ดี

ราคาหุ้นปัจจุบันที่ 14.90 บาท คิดเป็น 2021PE 11.8 เท่า เท่ากับค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี โดยที่ 2 ใน 5 ปีเป็นปีที่สถานการณ์ของอุตสาหกรรมไม่ปกติ และราคาปัจจุบันยังคิดเป็น 2021PBV เพียง 0.8 เท่า 2021EV/EBITDA 3.3 เท่า เราคาดการณ์อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล 4.3% แนะนำซื้อ

5-Year PE



5-Year PBV



ที่มา: Bloomberg

Peers comparison

	Market cap (Btm)	NPAT growth (%)		ROE (%)	PER (x)		EV/EBITDA(x)		PBV (x)	
		21E	22E	21E	21E	22E	21E	22E	21E	22E
IRC	2,980	15.4	16.4	6.9	11.8	10.1	3.3	3.0	0.8	0.8
STANLY	12,720	-58.2	29.7	5.8	12.2	11.7	3.9	9.7	0.7	0.7
SAT	7,016	82.3	25.2	7.5	13.0	10.2	4.6	4.1	1.0	0.9
PCSGH	7,015	493.2	43.3	7.0	19.9	13.5	7.0	6.0	1.4	1.4
AH	5,903	486.8	40.8	7.9	10.3	7.6	12.1	12.8	0.8	0.8
Average		251.0	34.7	7.1	13.9	10.7	6.9	8.2	1.0	0.9

ที่มา: Bloomberg

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงด้านการปฏิบัติการ

การเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยีอย่างรวดเร็ว หากบริษัทปรับตัวตามไม่ทัน อาจมีความเสี่ยงด้าน Operational risk อย่างไรก็ดีตาม บริษัทได้ปรับปรุงกระบวนการผลิตให้เป็น Smart factory และระบบ Business Intelligence (BI) รวมถึง Total Productive Management (TPM) เข้ามาพัฒนาเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพ ลดต้นทุน และลดส่วนสูญเสียในกระบวนการผลิต รักษามาตรฐานด้านคุณภาพในการผลิต ตลอดจนป้องกันปัญหาจากการผลิตที่จะไปกระทบสิ่งแวดล้อม

ความเสี่ยงจากเศรษฐกิจที่ชะลอตัว

รถจักรยานยนต์เป็นตลาดหลักของบริษัทและมีความอ่อนไหวต่อเศรษฐกิจในประเทศสูง เพราะต้องพึ่งพากำลังซื้อของผู้บริโภคที่มีรายได้กลางถึงน้อย ในปี 2020 จนถึงปัจจุบันที่เกิดการแพร่ระบาดของ COVID-19 ส่งผลให้เศรษฐกิจในประเทศทรุดลง ประชาชนมีความระมัดระวังในการใช้จ่าย สถาบันการเงินเพิ่มความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อ ทั้งนี้เพื่อลดผลกระทบและกระจายความเสี่ยง บริษัทแบ่งกลุ่มตลาดเป็น 3 ส่วนหลักคือ กลุ่มโรงงานผู้ผลิตรถจักรยานยนต์ (OEM) ตลาดทดแทน (Replacement market) และตลาดต่างประเทศ

ความเสี่ยงจากอุตสาหกรรมที่อาจถูก Disrupt จากยานยนต์ไฟฟ้า (EV)

สถาบันยานยนต์ (Thailand Automotive Institute - TAI) ได้คาดการณ์ว่ารถยนต์ไฟฟ้าจะครองตลาดรถยนต์หนึ่งส่วนบุคคลภายใน 15-20 ปีข้างหน้า ขณะที่ยอดขายรถยนต์หนึ่งส่วนบุคคลแบบดั้งเดิมจะลดลง ทั้งนี้ บริษัทได้เร่งพัฒนาผลิตภัณฑ์ สร้างมูลค่าเพิ่ม คิดค้นผลิตภัณฑ์ใหม่ รวมถึงขึ้นส่วนยานยนต์ไฟฟ้า เช่น ยางสำหรับ seal ร่องกระจก รวมถึงผลิตภัณฑ์อื่น เช่น พื้นในอาคารหรือตึกสูง และขึ้นส่วนยางที่ใช้ในอุตสาหกรรมก่อสร้าง เป็นต้น

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn) - End Sep	2018	2019	2020	2021E	2022E
Revenue	5,562	5,430	4,364	4,885	5,374
Cost of sales	4,789	4,866	3,799	4,243	4,654
Gross profit	774	564	565	642	719
SG&A	393	419	371	402	429
Operating profit	381	145	195	240	291
Other income	52	52	48	50	51
EBIT	432	197	264	312	363
EBITDA	733	515	615	643	687
Interest charge	0	0	0	0	0
Tax on income	0	0	0	0	0
Earnings after tax	74	30	45	59	69
Minority interest	0	0	0	0	0
Normalized earnings	359	237	219	253	294
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	359	167	219	253	294

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn) - End Sep	2018	2019	2020	2021E	2022E
Profit before tax	432	197	264	312	363
Deprec. & amortization	301	319	351	331	324
Change in working capital	-74	-38	-31	-132	-183
Other adjustments	89	-87	-4	-94	-17
Cash flow from operations	748	390	580	417	487
Capital expenditure	-424	-453	-410	-330	-300
Others	262	19	332	0	0
Cash flow from investing	-162	-434	-77	-330	-300
Free cash flow	586	-44	503	87	187
Net borrowings	0	0	0	0	0
Equity capital raised	0	0	-114	0	0
Dividends paid	-170	-179	-83	-128	-149
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	-170	-179	-197	-128	-149
Net change in cash	417	-224	306	-41	39

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn) - End Sep	2018	2019	2020	2021E	2022E
Cash	823	599	905	864	903
Accounts receivable	999	1,012	817	937	1,016
Inventory	641	568	459	500	548
Other current assets	16	11	6	10	11
Total current assets	2,479	2,626	2,501	2,624	2,792
Investments	732	297	110	110	110
PPE	1,750	1,804	1,818	1,836	1,854
Other assets	15	19	34	17	19
Total assets	5,058	4,849	4,589	4,713	4,900
Short-term loans	0	0	0	0	0
Accounts payable	1,220	991	702	837	880
Current maturities	0	0	0	0	0
Other current liabilities	34	15	11	12	13
Total current liabilities	1,254	1,007	712	849	893
Long-term debt	0	0	0	0	0
Other non-current liab.	208	261	327	191	188
Total non-current liab.	208	261	327	191	188
Total liabilities	1,462	1,268	1,040	1,039	1,081
Registered capital	200	200	200	200	200
Paid up capital	200	200	200	200	200
Share premium	298	298	298	298	298
Legal reserve	20	20	20	20	20
Retained earnings	3,089	3,076	3,212	3,337	3,482
Minority Interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	3,596	3,581	3,549	3,674	3,820

Important Ratios (Consolidated)

- End Sep	2018	2019	2020	2021E	2022E
Growth (%)					
Revenue	6.3	-2.4	-19.6	11.9	10.0
EBITDA	-11.3	-29.7	19.4	4.5	6.8
Net profit	-15.4	-53.6	31.5	15.4	16.4
Normalized earnings	-15.4	-34.0	-7.4	15.4	16.4
Profitability (%)					
Gross profit margin	13.9	10.4	12.9	13.1	13.4
EBITDA margin	13.2	9.5	14.1	13.2	12.8
EBIT margin	7.8	3.6	6.1	6.4	6.8
Normalized profit margin	6.4	4.4	5.0	5.2	5.5
Net profit margin	6.4	3.1	5.0	5.2	5.5
Normalized ROA	7.1	4.9	4.8	5.4	6.0
Normalized ROE	10.0	6.6	6.2	6.9	7.7
Normalized ROCE	11.4	5.1	6.8	8.1	9.1
Risk (x)					
D/E	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4
Net D/E	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1
Net debt/EBITDA	-1.2	-1.5	-1.3	-1.3	-1.2
Per share data (Bt)					
Reported EPS	1.79	0.83	1.12	1.26	1.47
Normalized EPS	1.79	1.18	1.10	1.26	1.47
EBITDA	3.67	2.57	3.08	3.22	3.44
Book value	2.93	-0.22	2.52	0.44	0.94
Dividend	17.98	17.91	17.74	18.37	19.10
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	8.3	12.6	13.6	11.8	10.1
Norm P/E	8.3	12.6	13.6	11.8	10.1
P/BV	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	2.9	4.6	3.4	3.3	3.0
Dividend yield (%)	6.0	2.8	3.8	4.3	5.0

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>สำนักงานอัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-660-5000, 02-264-6000</p>	<p>สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999</p>	<p>สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545</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 สีนธร 1 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p>	<p>สาขา เคียนหวน (สินธร 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717</p>	<p>สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130</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 ซอยพหลโยธิน 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 บูตดิเลทที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193</p>	<p>สาขา สมุทรสาคร เลขที่ 813/30 ถนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045</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.อุดรชัย ถ. 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 แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599</p>
<p>สาขา นครราชสีมา 198/1 ต.ระกวมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323</p>	<p>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดจลอง ต.ตลาดใหญ่ 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 ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219</p>	<p>สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595</p>
<p>สาขา บิดดาณี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รุสะมีแล อ.เมือง จ.บิดดาณี 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 บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชักชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้อื่นนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ 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 ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2563 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 24 มิถุนายน 2562) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC