

### NER : บมจ.นอร์ทอีส รับเบอร์ เติบโตไปกับเศรษฐกิจฟื้นตัว

เราเริ่มต้นคำแนะนำ “ซื้อ” NER แม้กำไรสุทธิปี 2023 คาดจะหดตัวจากราคายางที่ลดลงหลังได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจโลกชะลอตัวโดยเฉพาะจากจีนซึ่งเป็นผู้ซื้อรายใหญ่ในตลาด แต่เรามีมุมมองเชิงบวกต่อราคาหุ้นต่อจากนี้ เนื่องจากภัยแล้งที่กำลังจะเกิดขึ้นทำให้แนวโน้มราคายางคาดจะกลับมาฟื้นตัวอีกครั้ง อีกทั้งยังคาดหวังต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก และแผนกระตุ้นเศรษฐกิจจากจีนที่จะประกาศมา ซึ่งคาด NER จะได้ประโยชน์สูงสุดจากการมีสัดส่วนลูกค้าจีนราว 60% ของยอดขาย

**ปี 2023 หดตัวแต่ราคายางขาขึ้นหนุนราคาหุ้น** : เราคาดการณ์ดำเนินงานปี 2023 จะยังหดตัวเป็นปีที่ 2 ติดต่อกัน แม้ปริมาณขายคาดจะเพิ่มขึ้น +6.6% y-y ที่ 4.8 แสนตันแต่อาจต่ำกว่าที่ ผบ. เคยคาดไว้ เนื่องจากเศรษฐกิจจีนซึ่งเป็นผู้บริโภครายใหญ่ในตลาดฟื้นตัวช้ากว่าที่เคยคาดไว้ รวมถึงได้รับผลจากเศรษฐกิจโลกชะลอตัว และอัตราดอกเบี้ยที่ทรงตัวในระดับสูงส่งผลต่อกำลังซื้อให้ชะลอตัว และส่งผลต่อราคายางให้ลดลง เราคาดว่าราคาขายเฉลี่ยจะลดลง -12.6% ทำให้ยอดขายรวมอยู่ที่ 23,684 ลบ. หดตัว -5.9 y-y ซึ่งด้วยราคายางที่ลดลง คาดอัตรากำไรขั้นต้นจะลดลงเช่นกัน แม้จะได้รับผลบวกจากค่าใช้จ่ายที่ลดลงจากค่าขนส่งที่ลดลง แต่คาดว่าอัตราภาษีจ่ายที่เพิ่มขึ้นหลังสิทธิประโยชน์ด้านภาษีโรงงาน 1 หมดลง คาดกำไรสุทธิ 1,421 ลบ. หดตัว -18.7% y-y

**มูลค่าเหมาะสม 5.40 บาท/ หุ้น** : เราประเมินมูลค่าอิง P/E เฉลี่ยย้อนหลัง 8 ปี ที่ 7.0 เท่า ได้ราคาเหมาะสมปีนี้ 5.40 บาท/ หุ้น โดยราคาหุ้นปัจจุบันซื้อขายบน P/E23E ที่ 5.6 เท่า มีส่วนลดจากอดีตราว 10.2%

**ความเสี่ยงสำคัญ** : ในภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัวจะส่งผลให้ความต้องการซื้อลดลง ทำให้อำนาจต่อรองลดลงซึ่งจะทำให้อัตรากำไรขั้นต้นอ่อนแอลง ส่วนภัยแล้งจะทำให้ผลผลิตยางลดลงและส่งผลกระทบต่อต้นทุนวัตถุดิบเพิ่มขึ้นได้ โดยราคายางที่แตกต่างจากสมมติฐาน 1 บาท จะส่งผลต่อราคาเหมาะสมราว 2-3%

นารี อภิเสวตกานต์  
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์ #17971  
naree.a@liberator.co.th

## NER

## BUY

Rating

TP 23E  
From n.a.

**THB5.40**

method

P/E 7.0x

Closing price

THB4.90

Upside/Downside

+10.2%

CG report  
CAC

▲▲▲▲▲

ESG score by ESG Book  
source : settrade

n.a.

57.25

### ซื้อขายตามราคายางที่ขึ้น

“แม้ปีนี้กำไรสุทธิจะหดตัวเป็นปีที่ 2 ติดต่อกัน แต่คาดว่ากำไรกำลังจะกลับสู่ขาขึ้นอีกครั้งจากการเพิ่มขึ้นของยอดขายกลุ่มรถยนต์ไฟฟ้าที่เร่งตัวขึ้น และแผนกระตุ้นเศรษฐกิจจีนที่คาดจะมีออกมาเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจในประเทศ ประกอบกับแนวโน้มราคายางที่เร่งตัวขึ้นจะเป็นอีกปัจจัยที่หนุนต่อการดำเนินงาน

ในด้าน Valuation ถือไม่แพง ปัจจุบันซื้อขายบน P/E 23 ที่ 5.6 เท่า อีกทั้งยังให้ผลตอบแทนเงินปันผลราว 5% ต่อปี ระหว่างนี้ราคาหุ้นจะยังซื้อขายลือไปกับแนวโน้มราคายางที่เป็นขาขึ้นจากความกังวลปัญหาภัยแล้ง จึงเก็งกำไรเล่นรอบระหว่างนี้ได้”

### KEY FINANCIALS

FYE Dec	FY21	FY22	FY23E	FY24E
Revenue (THBm)	24,426	25,172	23,684	26,379
Net Profit (THBm)	1,850	1,748	1,421	1,663
EPS (THB)	1.15	1.08	0.88	1.03
P/E (x)	4.3	4.5	5.6	4.8
BVPS (THB)	3.09	3.48	3.89	4.47
P/B (x)	1.6	1.4	1.3	1.1
DPS (THB)	0.43	0.38	0.30	0.37
Dividend Yield (%)	8.7	7.7	6.2	7.5
Debt/Equity (x)	1.6	1.5	1.1	1.0
ROE (%)	33.97	26.53	19.35	19.76

Source: Company, LIB Research estimates

**การประกอบธุรกิจ :** บริษัทก่อตั้งปี 2006 โดยคุณชวัญญ์ จีรุงน สมบูรณ์ ในอ.ประโคนชัย จ. บุรีรัมย์ เพื่อผลิตและจำหน่ายยางแผ่นรมควัน ยางแท่ง และยางผสม จำหน่ายให้กับลูกค้าในกลุ่มอุตสาหกรรมยางรถยนต์ทั้งแบบดั้งเดิม (Conventional) ส่วนใหญ่จะเป็นผู้ผลิตรายใหญ่ ลูกค้าจีนทั้งที่มีฐานการผลิตในจีน และการย้ายฐานการผลิตมาไทย และการผลิตเพื่อส่งออกไปประเทศอื่นๆ รวมถึงมีการจำหน่ายให้กับผู้ค้าคนกลาง (trader) ทั้งในและต่างประเทศ

บริษัทมีกำลังการผลิต ณ มี.ย. 2023 ที่ 515,600 ตันต่อปี เป็นยางแท่งและยางแท่งผสม 395,600 ตันต่อปี ยางแผ่นรมควัน 60,000 ตันต่อปี และยางแผ่นรวมควันผสม 60,000 ตันต่อปี

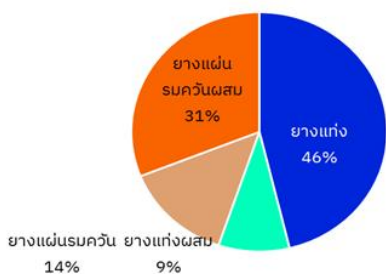
### รูปที่ 1 : ภาพรวมธุรกิจ



ที่มา : Company report

**โครงสร้างรายได้ :** รายได้ของบริษัทประกอบด้วย การจำหน่ายยางแท่ง ยางแท่งผสม ยางแผ่นรมควัน และยางแผ่นรมควันผสม เพื่อจำหน่ายในประเทศ 60% ส่วนที่เหลือเป็นการส่งออก ซึ่งจีนเป็นลูกค้าหลักของบริษัททั้งการจำหน่ายในประเทศและส่งออกคิดเป็น 60% ของยอดขาย

### รูปที่ 2 : โครงสร้างรายได้ ตามผลิตภัณฑ์ ณ 2Q23



ที่มา : Company report

### รูปที่ 3 : โครงสร้างรายได้ ตามลูกค้า



ที่มา : Company report

**ผลการดำเนินงานที่ผ่านมา :** ปี 2020 รายงานกำไรสุทธิ 859 ลบ. เพิ่มขึ้น +59.3% y-y เนื่องจากบริษัทมีการขยายกำลังการผลิตยางแท่งและยางแท่งผสมเป็น 345,600 ตัน หรือเพิ่มขึ้น 33.3% เพื่อรองรับคำสั่งซื้อจากลูกค้าหลักอย่างจีนที่มีคำสั่งซื้อเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ปริมาณขายเพิ่มเป็น 358,820 ตัน เพิ่มในทิศทางเดียวกัน +28.1% y-y และได้ผลบวกจากการสต็อกวัตถุดิบในราคาถูกไว้ แต่ราคาขายเฉลี่ยเพิ่มขึ้น ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มเป็น 10.6% จาก 8.6%

ปี 2021 กำไรสุทธียังคงเพิ่มขึ้นเป็น 1,850 ลบ. +115.5% y-y จากปริมาณขายเพิ่มเป็น 452,476 ตัน +26.1% y-y รวมถึงราคาขายเฉลี่ยเพิ่มขึ้นเป็น 53.99 บาท/ กก. ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มเป็น 13.5% จาก 10.6% จากราคาขายเฉลี่ยเพิ่มขึ้น และราคาขายมีความผันผวนน้อยทำให้การบริหารจัดการวัตถุดิบมีประสิทธิภาพมากขึ้น ส่วนค่าใช้จ่ายขายและบริหารจากปริมาณการส่งออกเพิ่มทำให้กำไรส่งออกเพิ่มขึ้น และค่าขนส่งเพิ่มขึ้น

#### รูปที่ 4 : กำไรที่ผ่านมา

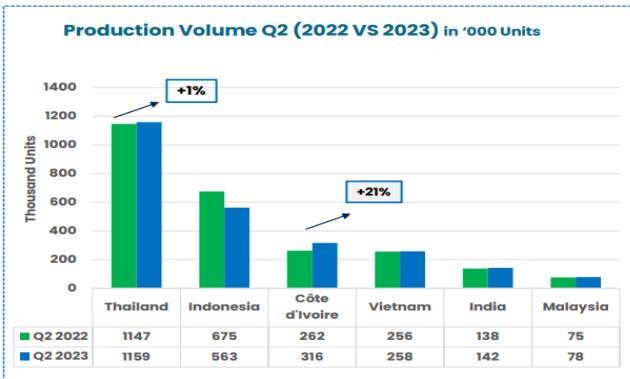
	2018	2019	2020	2021	2022
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	486	539	859	1,850	1,748
คำสั่งการผลิต (ตัน)	232,800	292,800	465,600	465,600	465,600
ปริมาณขาย (ตัน)	216,354	280,117	358,820	452,476	446,090
ราคาขายเฉลี่ย (บาทต่อกิโลกรัม)	46.48	46.43	45.57	53.99	56.40
อัตรากำไรขั้นต้น (%)	10.30	8.60	10.60	13.20	12.10

ที่มา : Company report, LIB Research

ปี 2022 กำไรสุทธิ 1,748 ลบ. ลดลง -5.5% y-y ปริมาณขาย 446,090 ตัน ทรงๆ -1.4% y-y แต่ราคาขายเฉลี่ยยังเพิ่มต่อเป็น +4.5% อยู่ที่ 56.4 บาท/ กิโลกรัม ทำให้ยอดขาย +3.1% ที่ 25,172 ลบ. ราคาขายที่ผันผวนและปรับขึ้น ทำให้ต้นทุนวัตถุดิบเพิ่มทำให้อัตรากำไรขั้นต้นลดเหลือ 12.4% ส่วนค่าใช้จ่ายขายลดลงจากปริมาณขายตลาดส่งออกลดลง และค่าขนส่งลดลง ส่วนค่าใช้จ่ายบริหารเพิ่มขึ้นจากมาตรฐานบัญชีทำให้รับรู้ผลขาดทุนจากสัญญาซื้อวัตถุดิบ 21 ลบ. และมีรายการพิเศษจากขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยน -103 ลบ. และมีกำไรพิเศษที่ยังไม่เกิดขึ้นจากการวัดมูลค่าตราสารอนุพันธ์ 7 ลบ.

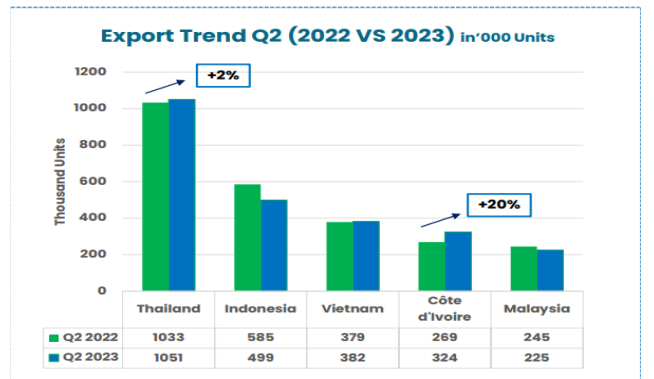
**แนวโน้มผลผลิตยางปี 2024 จะพลิกเป็นหดตัว** : ประเทศไทยยังคงเป็นผู้ผลิตยางธรรมชาติอันดับ 1 ของโลกและเป็นฐานการผลิตเพื่อส่งออกจากผู้ไร่รายใหญ่อ่างจีนที่มีการย้ายฐานการผลิตมาไทยเพื่อส่งออกไปสหรัฐ และไทยมีส่งออกวัตถุดิบยางไปจีน รวมถึงส่งให้กับผู้ผลิตยางล้อแบบดั้งเดิม โดยในรูปด้านล่างจะเห็นว่าในปี 2023 ทิศทางของผลผลิตยังเป็นภาพของการขยายตัวอ่อนๆ

**รูปที่ 5 : ผลผลิตยางตลาดโลก Q2 23**



ที่มา : Company report

**รูปที่ 6 : ปริมาณส่งออก Q2 23**



ที่มา : Company report

อย่างไรก็ดี สำหรับปี 2024 ผบห.คาดผลผลิตยางไทยจะกลับลดลงราว 10% y-y จากปรากฏการณ์เอลนีโญที่เกิดขึ้นส่งผลให้ปริมาณน้ำฝนของไทยในปีนี้จะลดลงกว่าระดับปกติทำให้ไทยจะเข้าสู่ภาวะภัยแล้งและกระทบต่อผลผลิตยางลดลง

ขณะที่ในต่างประเทศคาดว่า ผลผลิตจะลดลงเช่นกัน โดยเฉพาะอินโดนีเซียจากโรคใบร่วงที่เกิดขึ้นหลายปีก่อน ประกอบกับราคายางที่ลดลงทำให้ผลผลิตยางยังไม่กลับสู่ภาวะปกติ แต่เริ่มมีประเทศอื่น ๆ ที่มีผลผลิตเพิ่มอย่างประเทศไต้หวัน

**รูปที่ 7 : ปริมาณฝนสะสมกับค่าปกติช่วงฤดูฝนปี 2023**

ช่วงเวลา	ข้อมูล	เหนือ	ตอน.	กลาง	ตะวันออก	ตะวันตก	ภาคใต้ฝั่งตะวันตก*	ภาคใต้ฝั่งตะวันออก*	ทั้งประเทศ
1 ม.ค. 66 ถึงปัจจุบัน	ฝนสะสม	273.89	327.58	224.68	249.00	383.56	730.95	632.60	343.30
	ค่าปกติ	482.67	573.65	442.75	459.09	725.32	909.38	747.69	567.10
(1 ม.ค. - 6 ก.ค. 66)	เปรียบเทียบกับค่าปกติ	-208.78	-246.06	-218.07	-210.09	-341.76	-178.43	-115.10	-223.80
	(+) มากกว่า / (-) น้อยกว่า	-43.26%	-42.89%	-49.25%	-45.76%	-47.12%	-19.62%	-15.39%	-39.46%

หมายเหตุ - หน่วย เป็น มิลลิเมตร

- ตอน. คือ ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ
- ค่าปกติ คือ ค่าเฉลี่ยคาบ 30 ปี ระหว่าง พ.ศ. 2534 - 2563 เป็นค่าเฉลี่ยเชิงพื้นที่จากสถานีตรวจวัดอากาศ 128 สถานี
- ฤดูฝน ปี 2566 เริ่มเดือน พ.ศ. - ต.ค. 66 และภาคใต้ฝั่งตะวันออก เริ่มเดือน ก.ย. 66 - ก.พ. 67
- \*ภาคใต้ฝั่งตะวันออกและภาคใต้ฝั่งตะวันตก แบ่งตามขอบเขตพื้นที่ลุ่มน้ำ

ที่มา : Company report

### คาดการณ์ปี 2023 หดตัวตามอุปสงค์ และราคาขายที่ลดลง :

เราคาดการณ์การดำเนินงานปี 2023 จะยังหดตัวเป็นปีที่ 2 ติดต่อกัน แม้ปริมาณขายคาดจะเพิ่มขึ้น +6% y-y ที่ 4.8 แสนตัน แต่อาจต่ำกว่าที่พบ. เคยคาดไว้จากเศรษฐกิจจีนซึ่งเป็นผู้มีอิทธิพลใหญ่ในตลาดยังฟื้นตัวช้ากว่าที่เคยคาดไว้ รวมถึงได้รับผลจากเศรษฐกิจโลกชะลอตัว และอัตราดอกเบี้ยที่ทรงตัวในระดับสูงส่งผลต่อกำลังซื้อให้ชะลอตัว และกดดันให้ราคาขายลดลง ราคาขายเฉลี่ยจะลดลง -13% ทำให้ยอดขายอยู่ที่ 23,684 ลบ. -6% y-y และคาดการณ์กำไรขั้นต้นจะลดลงเช่นกัน แม้จะได้รับผลบวกจากค่าใช้จ่ายที่ลดลงจากค่าขนส่งที่ลดลง แต่คาดการณ์กำไรจะเพิ่มขึ้นหลังสิทธิประโยชน์ด้านภาษีโรงงาน 1 หมดลงไป คาดกำไรสุทธิ 1,421 ลบ. -19% y-y

จากภาวะเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวทำให้. ชะลอแผนการขยายกำลังการผลิตแยงแก่อีก 172,800 ตันออกไปก่อน เนื่องจากกังวลว่าคำสั่งซื้ออาจยังไม่กลับสู่ภาวะปกติทำให้การใช้กำลังการผลิตในโรงงานใหม่จะน้อยเกินไป รวมถึงแนวโน้มผลผลิตแยงแก่อีกจะลดลงจากผลของเอลนีโญ อย่างไรก็ตาม พบ. แจ้งว่าหากสถานการณ์คลี่คลาย บ. มีความพร้อมในการขยายกำลังการผลิตได้ทันทีจากการมีที่ดินรองรับแล้วและคาดจะใช้เวลาก่อสร้างราว 7 เดือน ด้วยเงินลงทุนราว 750 ล้านบาท

ส่วนการดำเนินงานในครึ่งปีหลังนั้น เราคาดว่าอาจไม่ได้เด่นมากนักตามราคาขายที่ลดลง โดยกำไร 1H23 คิดเป็น 54% ของประมาณการแล้ว

### รูปที่ 8 : สมมติฐานสำคัญ

	2020	2021	2022	2023E	2024E
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	859	1,850	1,748	1,421	1,686
กำลังการผลิต (ตัน)	465,600	465,600	465,600	465,600	465,600
ปริมาณขาย (ตัน)	358,820	452,476	446,090	480,295	497,724
ราคาขายเฉลี่ย (บาทต่อตันโลกรม)	45.57	53.99	56.40	49.31	53.56
อัตรากำไรขั้นต้น (%)	10.60	13.20	12.10	11.80	12.00

ที่มา : Company report & LIB Research est.

**ปี 2024 สถานการณ์จะดีขึ้นจากราคา :** เราคาดว่าในปี 2024 จากสภาวะเอลนีโญจะทำให้อุปทานอยู่ในภาวะตึงตัว ขณะที่อุปสงค์ที่มีล้นจะฟื้นได้ หากไม่เกิดวิกฤติเศรษฐกิจถดถอย เราคาดว่าราคาขายเฉลี่ยจะปรับตัวเพิ่ม +8.6% y-y และเชื่อว่าลูกค้าจะเริ่มทยอยส่งคำสั่งซื้อมากขึ้นเพื่อกักตุนวัตถุดิบ ทำให้อำนาจต่อรองจะกลับสู่บริษัทอีกครั้ง เราอัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้น 20bps เป็น 12.0%

**ธุรกิจใหม่ยังไม่ส่งผลบวก** : บริษัทต้องการมุ่งสู่ธุรกิจปลายน้ำ เพื่อกระจายความเสี่ยงการดำเนินงานที่อิงกับธุรกิจหลักอย่าง ยางธรรมชาติเพียงอย่างเดียว จึงได้ก่อสร้างโรงงานเพื่อผลิต แผ่นปुरुองสำหรับปศุสัตว์ เริ่มแรกจะเน้นตลาดส่งออกแต่ เนื่องจากความล่าช้าในการตรวจเยี่ยมโรงงาน และแผนการ ดำเนินธุรกิจไม่เป็นอย่างที่คาด บริษัทจึงหันมาเน้นจำหน่ายใน ประเทศก่อน และขยายฐานจากวัวไปสู่หมูเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม จากแผนการขยายธุรกิจที่ยังไม่มีความคืบหน้าอย่างที่เคียวัวทำ ให้คาดว่ารายได้จากส่วนนี้จะไม่มียกต่อประมาณการ

### รูปที่ 9 : การเปลี่ยนแปลงของราคารายการกระทบกับกำไรและราคาเหมาะสม

ราคารายการ (บาทต่อกิโลกรัม)	กำไรสุทธิ (ลบ.)	ราคาเหมาะสม (บาทต่อหุ้น)
48.00	1,382	5.25
<b>49.00</b>	<b>1,421</b>	<b>5.40</b>
50.00	1,459	5.50
51.00	1,498	5.70

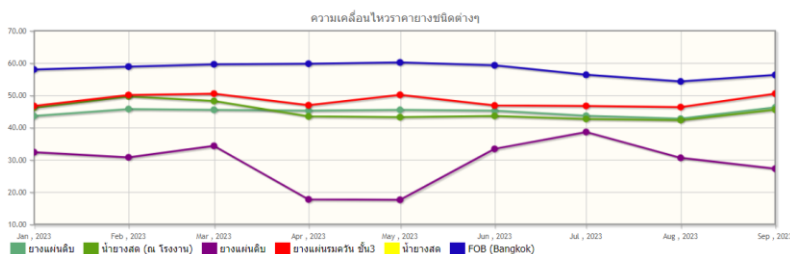
ที่มา : LIB Research est.

### ความเสี่ยงสำคัญ : ความเสี่ยงการดำเนินธุรกิจคือ

- 1) ราคารายการผันผวนส่งให้การบริหารจัดการวัตถุดิบมีความ ยากขึ้น ส่งผลต่ออัตรากำไรขั้นต้น
- 2) ภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัวส่งผลกระทบต่อกำลังซื้อให้หด ตัว และอำนาจการต่อรองราคาจะตกไปอยู่ที่ลูกค้ามากขึ้น
- 3) ภาวะภัยแล้ง กระทบต่อผลผลิตยางให้ลดลงและส่งผลต่อ ต้นทุนวัตถุดิบเพิ่มขึ้น ซึ่งหากบริษัทไม่สามารถปรับราคา ขายขึ้นได้ ก็จะกลายเป็นความเสี่ยงของอัตรากำไรที่ลดลง

### รูปที่ 10 : ราคารายการในปี 2023

เดือนปี	ท้องถิ่น		ราคาประมูล ณ ตลาดกลางยางพารา อ.หาดใหญ่			
	ยางแท่งดิบ	น้ำยางสด (ข. โรงงาน)	ยางแท่งดิบ	ยางแท่งดิบ ชั้น3	น้ำยางสด	FOB (Bangkok)
มกราคม 2566	43.60	46.18	45.32	49.09	0.00	58.05
กุมภาพันธ์ 2566	45.80	49.71	47.38	50.14	0.00	58.95
มีนาคม 2566	45.55	48.27	47.23	50.56	0.00	59.67
เมษายน 2566	45.31	43.52	47.28	50.09	0.00	59.84
พฤษภาคม 2566	45.51	43.27	47.80	50.18	0.00	60.24
มิถุนายน 2566	45.28	43.65	46.79	49.23	0.00	59.35
กรกฎาคม 2566	43.71	42.70	45.48	46.74	0.00	56.41
สิงหาคม 2566	42.78	42.34	43.76	46.39	0.00	54.33
กันยายน 2566	46.29	45.59	47.72	50.56	0.00	56.35
ค่าเฉลี่ย	44.87	45.02	46.53	49.22	0.00	58.13



ที่มา : ROAT.co.th, สำนักตลาดกลางยางพาราฯ.สงขลา FOB(Bangkok) ส่งมอบล่วงหน้า 1 เดือน, หน่วย : บาท

**งบกำไรขาดทุน**

งบรวมสิ้นสุด ร.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
รายได้	24,426	25,172	23,684	26,379
ต้นทุนขาย	21,190	22,116	20,901	23,214
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>3,235</b>	<b>3,056</b>	<b>2,783</b>	<b>3,166</b>
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	828	745	782	865
<b>EBITDA</b>	<b>2,586</b>	<b>2,494</b>	<b>2,198</b>	<b>2,501</b>
รายได้อื่น	7	31	14	6
ส่วนแบ่งกำไร/ส่วนร่วม/กิจการร่วมค้า	0	0	0	0
<b>กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย</b>	<b>2,414</b>	<b>2,342</b>	<b>2,015</b>	<b>2,306</b>
ดอกเบี้ยจ่าย	331	421	425	429
<b>กำไรก่อนภาษี</b>	<b>2,083</b>	<b>1,921</b>	<b>1,590</b>	<b>1,877</b>
ภาษีจ่าย	36	54	80	94
<b>กำไรหลังภาษี</b>	<b>2,047</b>	<b>1,867</b>	<b>1,511</b>	<b>1,783</b>
รายการพิเศษ	(197)	(119)	(90)	(120)
<b>กำไรก่อนผู้ถือหุ้นส่วนน้อย</b>	<b>1,850</b>	<b>1,748</b>	<b>1,421</b>	<b>1,663</b>
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	0	0	0	0
<b>กำไร (ขาดทุน), ตามรายงาน</b>	<b>1,850</b>	<b>1,748</b>	<b>1,421</b>	<b>1,663</b>
<b>กำไร (ขาดทุน) ปกติ</b>	<b>2,047</b>	<b>1,867</b>	<b>1,511</b>	<b>1,783</b>

**ข้อมูลต่อหุ้น**

งบรวมสิ้นสุด ร.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
กำไร(ขาดทุน) ต่อหุ้น, ตามรายงาน (EPS)	1.15	1.08	0.88	1.03
กำไร(ขาดทุน) ปกติต่อหุ้น (Core EPS)	1.27	1.16	0.94	1.10
เงินปันผลต่อหุ้น (DPS)	0.43	0.38	0.30	0.37
มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVPS)	3.09	3.48	3.89	4.47

**งบแสดงฐานะการเงิน**

งบรวมสิ้นสุด ร.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
เงินสด	540	1,396	682	514
เงินลงทุนระยะสั้น				
ลูกหนี้การค้า	797	990	973	1,084
สินค้าคงคลัง	11,067	11,822	11,166	12,402
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	9	24	50	11
<b>สินทรัพย์หมุนเวียนรวม</b>	<b>12,416</b>	<b>14,232</b>	<b>12,872</b>	<b>14,011</b>
ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์	1,521	1,689	1,899	2,084
สินทรัพย์ไม่มีตัวตน	0	3	1	1
เงินลงทุนร่วม/กิจการร่วมค้า	0	0	0	0
เงินลงทุนระยะยาว	0	0	0	0
สินทรัพย์ไม่มีหมุนเวียนอื่น	40	25	26	28
<b>สินทรัพย์ไม่มีหมุนเวียนรวม</b>	<b>1,823</b>	<b>2,074</b>	<b>2,282</b>	<b>2,469</b>
<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>14,239</b>	<b>16,307</b>	<b>15,154</b>	<b>16,480</b>
เงินกู้ระยะสั้น	3,848	2,695	2,368	2,638
เจ้าหนี้การค้า	458	282	286	318
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	26	65	55	51
<b>หนี้สินหมุนเวียนรวม</b>	<b>5,154</b>	<b>4,505</b>	<b>2,765</b>	<b>4,066</b>
เงินกู้ระยะยาว	358	418	204	151
หุ้นกู้	3,250	4,765	4,814	3,814
อื่นๆ	15	20	21	25
<b>หนี้สินรวม</b>	<b>8,793</b>	<b>9,719</b>	<b>7,810</b>	<b>8,064</b>
<b>ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว</b>	<b>880</b>	<b>924</b>	<b>924</b>	<b>924</b>
<b>ส่วนเกินมูลค่าหุ้น</b>	<b>1,458</b>	<b>1,572</b>	<b>1,572</b>	<b>1,572</b>
<b>กำไรสะสม</b>	<b>3,107</b>	<b>4,092</b>	<b>4,848</b>	<b>5,920</b>
ผู้มีส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม	0	0	0	0
<b>ส่วนผู้ถือหุ้นรวม</b>	<b>5,446</b>	<b>6,588</b>	<b>7,344</b>	<b>8,416</b>

ที่มา: ข้อมูลบริษัท, LIB Research est., \* อัตราดอกเบี้ยต่ำสุด

**งบกระแสเงินสด**

งบรวมสิ้นสุด ร.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน				
กำไรก่อนภาษี	1,850	1,748	1,421	1,663
ค่าเสื่อมราคา	178	184	196	201
การเปลี่ยนแปลงทุนหมุนเวียน	(4,047)	(1,111)	389	(1,307)
เงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน	(1,393)	1,645	2,698	1,222
อื่นๆ	0	0	0	0
<b>เงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน</b>	<b>(1,684)</b>	<b>1,258</b>	<b>2,350</b>	<b>884</b>
กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน				
เงินสดรับจากการขาย(จ่าย)เงินลงทุน	(200)	(331)	(400)	(400)
<b>เงินสดสุทธิจากการลงทุน</b>	<b>(282)</b>	<b>(430)</b>	<b>(489)</b>	<b>(506)</b>
กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน				
ออกหุ้นสามัญ	263	157	0	0
เงินกู้สุทธิ หักการจ่ายคืนหนี้	(1,098)	(1,058)	(237)	470
เงินปันผล	(454)	(763)	(665)	(591)
<b>เงินสดสุทธิจากการจัดหาเงิน</b>	<b>1,676</b>	<b>28</b>	<b>(2,574)</b>	<b>(547)</b>
<b>เงินสดเปลี่ยนแปลงสุทธิ</b>	<b>(290)</b>	<b>856</b>	<b>(714)</b>	<b>(168)</b>
ผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยน	0	0	0	0
<b>เงินสด/เทียบเท่าเงินสดปลายงวด</b>	<b>540</b>	<b>1,396</b>	<b>682</b>	<b>514</b>

**อัตราส่วนทางการเงิน**

งบรวมสิ้นสุด ร.ค.	2021	2022	2023E	2024E
อัตรากำไรขั้นต้น (%)	13.25	12.14	11.75	12.00
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร ต่อยอดขาย (%)	3.39	2.96	3.30	3.28
อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (%)	9.86	9.18	8.45	8.72
อัตรากำไรก่อนรายการพิเศษ (%)	8.38	7.42	6.38	6.76
อัตรากำไรสุทธิ (%)	7.57	6.94	6.00	6.31
ROE (%)	33.97	26.53	19.35	19.76
ROA (%)	12.99	10.72	9.38	10.09
วงจรเงินสด (วัน)	159.0	195.7	210.9	194.8
อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (x)	1.6	1.5	1.1	1.0
อัตราส่วนความสามารถการจ่ายดอกเบี้ย (x)	7.3	5.6	4.7	5.4
อัตราการจ่ายเงินปันผล (%) *	8.74	7.72	6.17	7.50

**อัตราดอกเบี้ยโต**

งบรวมสิ้นสุด ร.ค., %	2021	2022	2023E	2024E
รายได้	49.39	3.06	-5.91	11.38
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	53.44	-9.99	4.93	10.70
EBITDA	98.77	-3.57	-11.88	13.82
EBIT	100.94	-3.01	-13.93	14.43
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	116.69	-8.80	-19.06	18.03
กำไรสุทธิ	115.47	-5.52	-18.71	17.06

**สมมติฐานสำคัญ**

งบรวมสิ้นสุด ร.ค.	2021	2022	2023E	2024E
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	1,850	1,748	1,421	1,686
กำลังการผลิต (ตัน)	465,600	465,600	465,600	465,600
ปริมาณขาย (ตัน)	452,476	446,090	480,295	497,724
ราคาขายเฉลี่ย (บาทต่อกิโลกรัม)	53.99	56.40	49.31	53.56
อัตรากำไรขั้นต้น (%)	13.20	12.10	11.80	12.00

## Disclosures & Disclaimer

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานฉบับนี้ นักลงทุนควรตระหนักเสมอว่า ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวผันผวน เพิ่มขึ้น และลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนการวิเคราะห์เชิงเทคนิค และทางปัจจัยพื้นฐาน อาจมีความแตกต่างกันได้ การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางพื้นฐาน อาจแตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงเทคนิค ซึ่งจะขึ้นกับปัจจัยทางด้านราคา(Price) และปริมาณการซื้อขาย(Volume) ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานซึ่งประเมินมาจากการคาดการณ์ผลการดำเนินงานบริษัท ดังนั้น ผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ ขณะที่ผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่อ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีความน่าเชื่อถือ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก บล.ลิวอเรเตอร์ ดังนั้นผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบร้อยสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง บล.ลิวอเรเตอร์ และ เจ้าหน้าที่, กรรมการ, และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรง หรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล, ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

ในบทวิเคราะห์นี้ อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ด้วยการใช้อำนาจ เช่น “คาดว่า” “เชื่อว่า” “คาดการณ์ว่า” “มีแนวโน้มว่า” “มีแผนว่า” “ประมาณการ” หรือ อาจมีการอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ “อาจ” เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ “เป็นไปได้” ที่จะเกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้าดังกล่าวนี้ จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังคงขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุน โดยหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป บล.ลิวอเรเตอร์ ไม่ถือเป็นภาระผูกพันในการปรับประมาณการ หากจะมีข้อมูลใหม่ หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดเกิดขึ้น

บล.ลิวอเรเตอร์ รวมถึงเจ้าหน้าที่, กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ที่ออกหลักทรัพย์นี้ นอกจากนี้ ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ บล.ลิวอเรเตอร์ มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ, เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ บล.ลิวอเรเตอร์ ทำหนึ่งทำใด หรือมากกว่าหนึ่งทำ สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ ถูกทำขึ้นเพื่อลูกค้าของ บล.ลิวอเรเตอร์ และห้ามนำไปแก้ไข ดัดแปลง แจกจ่าย และจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะเป็นส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก บล.ลิวอเรเตอร์ เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ บล.ลิวอเรเตอร์ จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ได้ห้ามไว้ดังกล่าว

นิยาม : บล.ลิวอเรเตอร์ กำหนดคำแนะนำการลงทุนด้วยการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานไว้ 3 ระดับ ดังต่อไปนี้

- ซื้อ (BUY) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาหุ้นในปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) มากกว่า 10%
- ถือ (HOLD) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาในหุ้นปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) ระหว่าง -10% ถึง +10%
- ขาย (SELL) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาในหุ้นปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) ตดลบมากกว่า 10% ขึ้นไป

โดยคำแนะนำด้วยการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานนี้ อาจ “เหมือน” หรือ “แตกต่าง” กับคำแนะนำทางเทคนิครายวัน หรือคำแนะนำในเชิงกลยุทธ์ได้ นักลงทุนควรพิจารณาคำแนะนำในบทวิเคราะห์อย่างรอบคอบร่วมกับ ลักษณะพฤติกรรมกรรมการลงทุน และความสามารถในการรับความเสี่ยงได้ของนักลงทุน ก่อนตัดสินใจลงทุน





## Anti-Corruption Progress Indicator : as of 7<sup>th</sup> July 2022

ได้รับการรับรอง CAC													
2S	BAM	CGH	EA	GPSC	JR	MALEE	NWR	PRG	SAPPE	SNP	TCMC	TOPP	UV
7UP	BANPU	CHEWA	EASTW	GSTEEL	K	MATCH	OCC	PRINC	SAT	SORKON	TFG	TPA	VGI
ADVANC	BAY	CHOTI	EGCO	GULF	KASET	MBAX	OGC	PRM	SC	SPACK	TFI	TPCS	VIH
AF	BBL	CHOW	EP	GUNKUL	KBANK	MBK	ORI	PROS	SCB	SPALI	TFMAMA	TPP	WACOAL
AI	BCH	CIG	EPG	HANA	KBS	MC	PAP	PSH	SCC	SPC	TGH	TRU	WHA
AIE	BCP	CIMBT	ERW	HARN	KCAR	MCOT	PATO	PSL	SCCC	SPI	THANI	TSC	WHAUP
AIRA	BCPG	CM	ESTAR	HEMP	KCE	META	PB	PSTC	SCG	SPRC	THCOM	TSTE	WICE
AJ	BE8	CMC	ETE	HENG	KGI	MFC	PCSGH	PT	SCGP	SRICHA	THIP	TSTH	WIIK
AKP	BEC	COM7	FE	HMPRO	KKP	MFEC	PDG	PTG	SCM	SSF	THRE	TTA	XO
AMA	BEYOND	COTTO	FNS	HTC	KSL	MILL	PDJ	PTT	SCN	SSP	THREL	TTB	YUASA
AMANAH	BGC	CPALL	FPI	ICC	KTB	MINT	PG	PTTEP	SEAOIL	SSSC	TIDLOR	TTCL	ZEN
AMATA	BGRIM	CPF	FPT	ICHI	KTC	MONO	PHOL	PTTGC	SE-ED	SST	TIPCO	TU	ZIGA
AMATAV	BKI	CPI	FSMART	IFS	KWI	MOONG	PK	PYLON	SELIC	STA	TISCO	TVDH	
AP	BLA	CPL	FSS	III	L&E	MSC	PL	Q-CON	SENA	STGT	TKS	TVI	
APCS	BPP	CPN	FTE	ILINK	LANNA	MST	PLANB	QH	SGP	STOWER	TKT	TVO	
AS	BROOK	CRC	GBX	INET	LH	MTC	PLANET	QLT	SINGER	SUSCO	TMILL	TWPC	
ASIAN	BRR	CSC	GC	INSURE	LHFG	MTI	PLAT	QTC	SIRI	SVI	TMT	U	
ASK	BSBM	DCC	GCAP	INTUCH	LHK	NBC	PM	RATCH	SITHAI	SYMC	TNITY	UBE	
ASP	BTS	DELTA	GEL	IRC	LPN	NEP	PPP	RML	SKR	SYNTEC	TNL	UBIS	
AWC	BWG	DEMCO	GFPT	IRPC	LRH	NINE	PPPM	RWI	SMIT	TAE	TNP	UEC	
AYUD	CEN	DIMET	GGC	ITEL	M	NKI	PPS	S&J	SMK	TAKUNI	TNR	UKEM	
B	CENDEL	DRT	GJS	IVL	MAJOR	NOBLE	PR9	SAAM	SMPC	TASCO	TOG	UOBKH	
BAFS	CFRESH	DUSIT	GPI	JKN	MAKRO	NOK	PREB	SABINA	SNC	TCAP	TOP	UPF	
ประกาศเจตนาสมัครเข้าร่วม CAC													
AH	CHG	DHOUSE	EVER	J	KUMWEL	NRF	RS	SUPER	TQM	VIBHA			
ALT	CI	DOHOME	FLOYD	JMART	LDC	NUSA	SAK	SVT	TRT	W			
APCO	CPR	ECF	GLOBAL	JMT	MEGA	OR	SIS	TKN	TSI	WIN			
ASW	CPW	EKH	ILM	JTS	NCAP	PIMO	SSS	TMD	VARO				
B52	DDD	ETC	INOX	KEX	NOVA	PLE	STECH	TMI	VCOM				

ที่มา : SEC.or.th, สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (7 ก.ค. 2565) โดยบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้รับการรับรอง CAC
- ได้ประกาศเจตนาสมัครเข้าร่วม CAC

## Liberator Research

จรูญพันธ์ วัฒนวงษ์	หัวหน้าฝ่ายวิเคราะห์, นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน	<a href="mailto:Jaronpan.w@liberator.co.th">Jaronpan.w@liberator.co.th</a>
ดร.บุญธรรม รจิตภิญโญเลิศ	นักเศรษฐศาสตร์การลงทุน	<a href="mailto:Boontham.R@liberator.co.th">Boontham.R@liberator.co.th</a>
นารี อภิเสวตทานต์	นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน	<a href="mailto:Naree.A@liberator.co.th">Naree.A@liberator.co.th</a>
วิจิตร อารยะพิศิชู	นักกลยุทธ์การลงทุน	<a href="mailto:Wijit.A@liberator.co.th">Wijit.A@liberator.co.th</a>
อภิวัฒน์ ทวีศิริเวทย์, CFTe, CMT	นักวิเคราะห์ทางเทคนิค	<a href="mailto:Apiwat.T@liberator.co.th">Apiwat.T@liberator.co.th</a>

บริษัทหลักทรัพย์ ลิเบอเรเตอร์ จำกัด (สำนักงานใหญ่) เลขที่ 944 โครงการสามย่านมิตรทาวน์ ชั้น 28 ห้องเลขที่ 2810 และชั้นที่ 29 ห้องเลขที่ 2906 ถนนพระราม 4 แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน กทม. 10330 โทรศัพท์ : 02-028-7441