



อุปสรรคเข้ามารอบด้าน

ผลประกอบการ 4Q63 ยังขาดทุนต่อเนื่องอยู่ที่ 187 ล้านบาท กดดันจากต้นทุนเศษไม้ยางพาราปรับตัวสูงขึ้น จุด Gross Margin 4Q63 ลดลงเหลือ 9.6% ภาพรวมปี 2563 VNG ขาดทุนต่อเนื่องเป็นปีที่ 3 ติดต่อกัน ระยะสั้น 1Q64 ยังต้องเผชิญกับปัจจัยลบ ราคาหุ้นเติมมูลค่า แนะนำขาย

ผลประกอบการ 4Q63 ติดลบตัวสี่แดงเช่นเคย

ผลประกอบการ 4Q63 ขาดทุน 187 ล้านบาท แยกช่วงงวด 3Q63 ที่ขาดทุน 185 ล้านบาท กดดันจากต้นทุนเศษไม้ที่ปรับตัวสูงขึ้น จุด Gross Margin 4Q63 ชะลอตัวมาที่ 9.6% จาก 11.1% ใน 3Q63 ขณะที่ยอดขาย 4Q63 สูงขึ้น 10%QoQ เป็น 2.2 พันล้านบาท เพราะสินค้า MDF มียอดคำสั่งส่งจากงวด 3Q63 เข้ามาหมุน ขณะที่ยอดขายโดยรวมยังฟื้นตัวจำกัด โดยลูกค้าบางส่วนได้ปรับเปลี่ยนวิธีขนส่งไปใช้เรือ Bulk แทนตู้คอนเทนเนอร์ ภาพรวมรายได้ปี 2563 ลดลง 12%YoY อยู่ที่ 8.3 พันล้านบาท และยังมีผลขาดทุนเป็นปีที่ 3 ติดต่อกันอยู่ที่ 590 ล้านบาท

ปัจจัยกดดันรอบด้านจาก Covid-19

สายการผลิตไม้อัด Veneer และสายการผลิต OSB ยังเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ได้ไม่เต็มที่ เพราะต้องรอที่มืองานจากจีน/แคนาดาเดินทางเข้าทดสอบระบบ เพราะ Covid-19 จึงทำให้ล่าช้า ประกอบกับตู้คอนเทนเนอร์ยังอยู่ในสภาวะที่ไม่ปกติ รวมถึงเงินบาททิศทางแข็งค่า ล้วนเป็นปัจจัยจำกัดการเติบโตของ VNG อย่างไรก็ตามหากเศรษฐกิจโลกฟื้นตัวได้เร็วจาก Covid-19 ระบบเดินเรือกลับมาเป็นปกติ เชื่อว่ามีความต้องการที่อันมาจากปีก่อน โดยเฉพาะภาคตะวันออกกลาง ก็มีโอกาสเห็นการ Turnaround ช่วง 2H64

ราคาหุ้นเติมมูลค่าพื้นฐานไปแล้ว

ผลประกอบการ 4Q63 ขาดทุนหนัก กำไรระยะสั้น 1Q64 คงยังไม่สดใส ประเมิน FV ปี 2564 ที่ 3.71 บาท อิง PBV 1 เท่า ปัจจุบันไม่เหลือ Upside คงคำแนะนำขาย

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2562	2563	2564F	2565F	2566F
กำไรสุทธิ	-1,229	-590	158	419	671
Norm Profit	-1,312	-631	158	419	671
EPS (บาท)	-0.78	-0.34	0.09	0.24	0.39
DPS (บาท)	N/A	N/A	N/A	0.10	0.10
PER (เท่า)	N/A	N/A	46.16	17.41	10.86
Dividend Yield (%)	N/A	N/A	N/A	2.38	2.38
BVS (บาท)	3.98	3.62	3.71	3.86	4.15
PBV (เท่า)	1.05	1.16	1.13	1.09	1.01

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

VNG

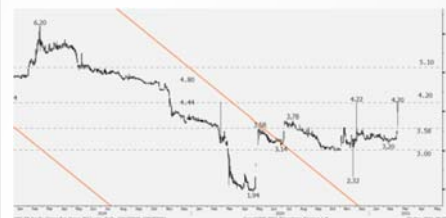
แนะนำ:

ขาย

W VANACHAI GROUP

ราคาปัจจุบัน (บาท)	4.20
ราคาเป้าหมาย (บาท)	3.71
Upside (%)	-11.59
Dividend Yield (%)	N/A
Total Return (%)	-11.59
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	7,288

Technical Chart



CG Score : - = ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGI
Anti-corruption Indic. = na.

RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

ประสิทธิ์ รัตนกิจภมร CISA, CFA

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน และด้านเทคนิค

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 025917

ชัชกร กัศน์ธนนท์

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

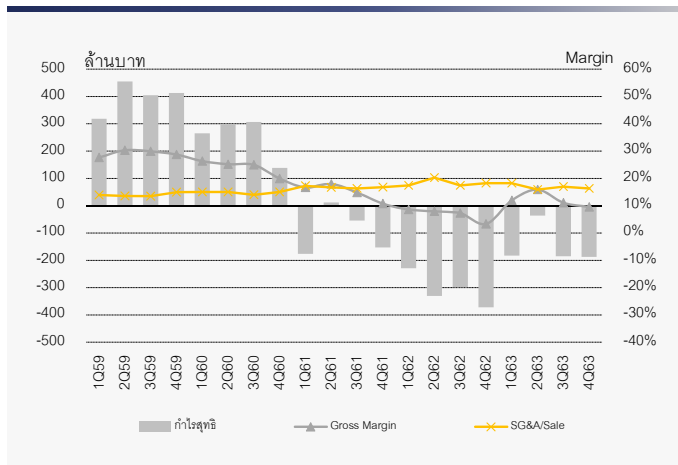
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 110507

ผลการดำเนินงานรายไตรมาส

Key Data (ล้านบาท)	1Q61	2Q61	3Q61	4Q61	1Q62	2Q62	3Q62	4Q62	1Q63	2Q63	3Q63	4Q63	%QoQ	% YoY	2563	2562	% YoY
ยอดขาย	2,301	2,790	2,880	2,278	2,366	2,406	2,496	2,172	1,909	2,054	2,066	2,283	10%	5%	8,312	9,440	-12%
กำไรขั้นต้น	384	502	427	246	204	190	182	72	228	327	230	218	-5%	204%	1,003	648	55%
ค่าใช้จ่ายในการขาย	-398	-465	-471	-382	-412	-488	-435	-396	-348	-326	-351	-372	6%	-6%	-1,398	-1,730	-19%
ดอกเบี้ยจ่าย	-26	-30	-31	-34	-58	-62	-69	-68	-70	-65	-66	-68	3%	1%	-270	-256	5%
กำไรจากการดำเนินงาน	-36	9	-73	-169	-257	-348	-318	-390	-182	-55	-180	-214	N/A	N/A	-631	-1,312	N/A
กำไรสุทธิ	-176	12	-54	-153	-229	-330	-298	-372	-183	-36	-185	-187	N/A	N/A	-590	-1,229	N/A
รายการพิเศษ	-140	4	19	16	28	17	19	18	-1	19	-5	27	N/A	N/A	40	83	N/A
EPS (บาท)	-0.11	0.01	-0.03	-0.10	-0.15	-0.21	-0.19	-0.24	-0.12	-0.02	-0.11	-0.11	N/A	N/A	-0.35	-0.78	N/A
Gross Margin	16.7%	18.0%	14.8%	10.8%	8.6%	7.9%	7.3%	3.3%	11.9%	15.9%	11.1%	9.6%			12.1%	6.9%	
SG&A/Sales	17.3%	16.7%	16.4%	16.8%	17.4%	20.3%	17.4%	18.2%	18.2%	15.9%	17.0%	16.3%			16.8%	18.3%	
Net Gearing	0.62	0.74	0.84	0.98	1.08	1.22	1.33	1.43	1.62	1.64	1.52	1.57			1.52	1.33	
Book Value	5.38	5.09	4.96	5.84	4.74	4.42	4.23	4.79	3.86	3.84	3.70	3.62			3.62	3.86	

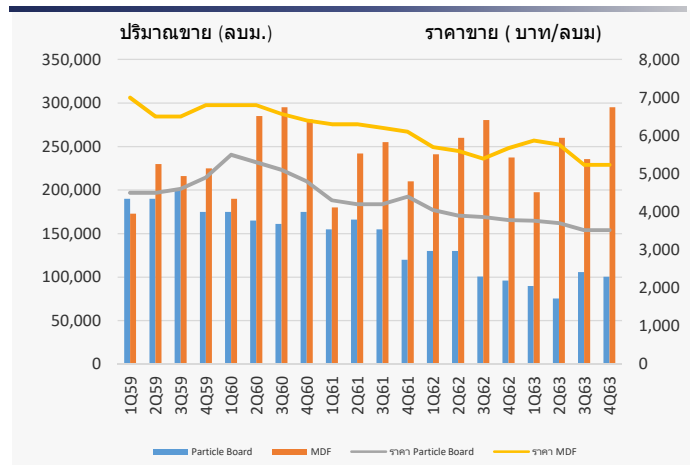
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประสิทธิภาพกำไรรายไตรมาส



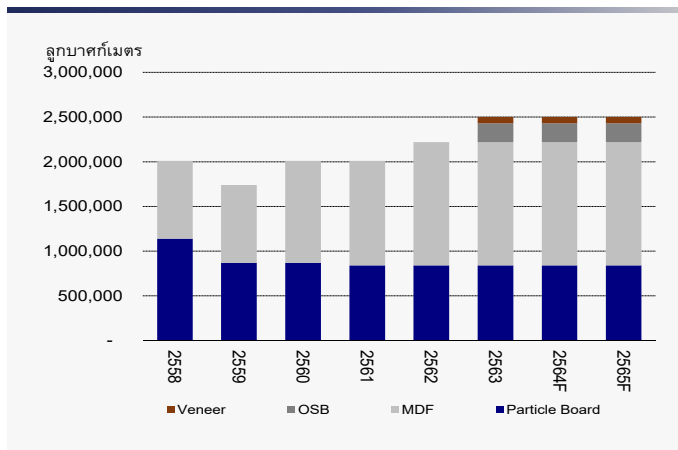
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ปริมาณขายและราคาขายสินค้ารายไตรมาสของ VNG



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

กำลังการผลิตของ VNG



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประเด็นความเสี่ยง

- หากมีการอ่อนค่าลงของสกุลเงินยูโรเทียบกับสกุลเงินบาท อาจทำให้ผู้ผลิต Particle Board จากยุโรปมีความได้เปรียบมากขึ้นในการส่งสินค้ามาแข่งขันในประเทศเกาหลีใต้ ซึ่งถือเป็นประเทศส่งออกที่สำคัญของ VNG
- ปัญหาความไม่สงบในภูมิภาคตะวันออกกลาง อาจส่งผลกระทบต่อยอดส่งออก MDF ของ VNG ซึ่งกว่า 70% ของยอดการส่งออก MDF ทั้งหมดอยู่ในตะวันออกกลาง
- เนื่องจาก VNG เป็น Net Exporter ทำให้การแข็งค่าขึ้นทุก 1 บาท ต่อดอลลาร์สหรัฐฯ จะทำให้มีกำไรลดลงประมาณ 80-100 ล้านบาท

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2564-66 ของ VNG

งบกำไรขาดทุน (ส่วนบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
ยอดขาย	8,312	12,865	17,353	18,585
ต้นทุนขาย	7,309	10,657	14,056	14,811
กำไรขั้นต้น	1,003	2,208	3,296	3,774
ค่าใช้จ่ายในการขาย	1,398	1,801	2,603	2,788
ดอกเบี้ยจ่าย	270	273	276	278
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0
รายได้อื่น	31	64	87	93
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	-634	198	504	801
ภาษีเงินได้	1	30	76	120
ส่วนของคู่ถือหุ้นรายย่อย	0	0	0	1
รายการพิเศษอื่น ๆ	40	0	0	0
กำไรสุทธิ	-590	158	419	671
กำไรจากการดำเนินงาน	-631	158	419	671
Norm EPS (บาท)	(0.36)	0.09	0.24	0.39
การเติบโตของยอดขาย	-12.0%	54.8%	34.9%	7.1%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	N/A	N/A	165.2%	60.2%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	12.1%	17.2%	19.0%	20.3%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	-7.6%	1.2%	2.4%	3.6%
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ส่วนบาท)				
	1Q63	2Q63	3Q63	4Q63
ยอดขาย	1,909	2,054	2,066	2,283
ต้นทุนขาย	1,681	1,727	1,837	2,065
กำไรขั้นต้น	228	327	230	218
ค่าใช้จ่ายในการขาย	348	326	351	372
ดอกเบี้ยจ่าย	70	65	66	68
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0
รายได้อื่น	6	12	4	8
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	-184	-53	-184	-214
ภาษีเงินได้	-1	1	-1	1
ส่วนของคู่ถือหุ้นรายย่อย	51	52	53	54
รายการพิเศษอื่น ๆ	-1	19	-5	27
กำไรสุทธิ	-183	-36	-185	-187
กำไรจากการดำเนินงาน	-182	-55	-180	-214
EPS (บาท)	(0.12)	(0.02)	(0.12)	(0.12)
ยอดขาย (QoQ)	-12.1%	7.6%	0.6%	10.5%
กำไรขั้นต้น (QoQ)	217.2%	43.2%	-29.7%	-5.0%
กำไรจากการดำเนินงาน (QoQ)	N/A	N/A	N/A	N/A
อัตราส่วนทางการเงิน				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.00	1.05	1.11	1.22
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	0.43	0.46	0.45	0.41
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	8.20	9.09	9.09	9.09
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	3.77	4.55	5.00	4.17
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	8.46	9.52	9.52	9.52
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	2.01	2.05	2.07	1.96
Net Gearing	1.57	1.58	1.59	1.54
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	-3.3%	0.8%	2.0%	3.1%
ผลตอบแทนจากส่วนผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	-10.0%	2.5%	6.3%	9.3%

ที่มา: รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2563-65 (ต่อ)

งบกระแสเงินสด (ส่วนบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิ	-590	158	419	671
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	73	0	0	0
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	949	1,002	1,052	1,102
กำไร/ขาดทุนจาก FX ที่ไม่ได้รับรู้	-14	0	0	0
อื่นๆ	0	0	0	1
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	-289	-546	-757	-1,022
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	435	624	724	761
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	-69	0	0	0
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	0	0	0	0
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	-1,118	-1,000	-1,000	-1,000
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	-1,187	-1,000	-1,000	-1,000
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	1,101	400	100	100
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	0	0	0	1
ลด จ่ายปันผล	0	174	-174	-174
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	1,101	574	-74	-73
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	349	197	(350)	(311)
งบดุล				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด				
ลูกหนี้การค้า	1,013	1,415	1,909	2,044
สินค้าคงเหลือ	2,204	2,830	3,471	4,460
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	618	386	521	558
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์สุทธิ	13,414	13,411	13,359	13,257
สินทรัพย์รวม	18,860	19,682	20,558	21,308
เจ้าหนี้การค้า	982	1,351	1,822	1,951
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะสั้น	3,687	3,987	3,987	3,987
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะยาว	7,232	7,332	7,432	7,532
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	0	64	87	93
หนี้สินรวม	12,584	13,238	13,859	14,102
ทุนที่ชำระแล้ว	1,735	1,735	1,735	1,735
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	1,483	1,483	1,483	1,483
กำไรสะสม	3,019	3,177	3,422	3,920
ส่วนของผู้ถือหุ้น	6,276	6,444	6,699	7,206
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	0	0	0
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	18,860	19,682	20,558	21,308
สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
ปริมาณการขายสินค้าหลัก (m3)				
Particle Board	484,966	484,966	523,764	539,476
แผ่น MDF	959,291	997,662	1,047,545	1,099,922
สินค้าอื่นๆ (MB)	4,181	5,413	7,501	8,180
ราคา Particle Board (US\$/m3)	125	130	140	140
ราคาแผ่น MDF (US\$/m3)	185	190	215	218
Gross margin	12.1%	17.2%	19.0%	20.3%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส