

| | | | | | | |
|----------------|-----------------|--------------|----------------|-------------------|-----------------|----------------|
| Current | Previous | Close | 2021 TP | Exp Return | THAI CAC | CG 2019 |
| T-BUY | BUY | 35 | 39 | +11.4% | Declared | 5 |

Consolidated earnings

| BT (mn) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Normalized earnings | 1,380 | 1,620 | 2,228 | 2,232 |
| Net profit | 1,411 | 1,642 | 2,228 | 2,232 |
| Normalized EPS (Bt) | 1.71 | 2.00 | 2.76 | 2.76 |
| EPS (Bt) | 1.74 | 2.03 | 2.76 | 2.76 |
| % growth | -24.5 | 16.4 | 35.7 | 0.2 |
| Dividend (Bt) | 1.45 | 1.73 | 2.34 | 2.35 |
| BV/share (Bt) | 10.72 | 11.02 | 11.44 | 11.87 |
| EV/EBITDA (x) | 14.5 | 12.5 | 9.6 | 9.5 |
| Normalized PER (x) | 20.5 | 17.5 | 12.7 | 12.7 |
| PER (x) | 20.1 | 17.2 | 12.7 | 12.7 |
| PBV (x) | 3.3 | 3.2 | 3.1 | 2.9 |
| Dividend yield (%) | 4.1 | 4.9 | 6.7 | 6.7 |
| ROE (%) | 15.9 | 18.2 | 24.1 | 23.3 |
| YE No. of shares (million) | 809 | 809 | 809 | 809 |
| Par (Bt) | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |

Source: Company data, FSS estimates

Share data

| | |
|---------------------------------|---------------------|
| Sector | Food & Beverage |
| Close (09/10/2020) | 35.00 |
| SET Index | 1,267.14 |
| Foreign limit actual (%) | 49.00/6.17 |
| Paid up shares (million) | 808.61 |
| Free float (%) | 61.94 |
| Market cap (Bt m) | 28,301.38 |
| Avg daily T/O (Bt m) (2020 YTD) | 66.16 |
| hi, lo, avg (Bt) (2020 YTD) | 35.75, 20.60, 29.12 |

Source: SetSMART

Analyst: Sureeporn Teewasuwet

Register No.: 040694

Tel.: +662 646 9972

email: Sureeporn.t@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

 Finasia Syrus Securities

 Finasia

 @fnsyrus

สต็อกถั่วเหลืองโลกตึงตัว และจะขาดดุลเป็นปีที่ 2 ติดต่อกัน

USDA ปรับลดคาดการณ์สต็อกถั่วเหลืองโลกปี 2020/21 ลงเหลือ 88.7 ล้านตัน จาก 93.59 ล้านตันในเดือน ก.ย. จากการปรับลดผลผลิตของสหรัฐอเมริกา และคาดการณ์ภาวะถั่วเหลืองโลกจะเข้าสู่ภาวะขาดดุลเป็นปีที่ 2 ติดต่อกัน ส่งผลให้ราคาถั่วเหลืองและกากถั่วเหลืองปรับขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 2 ปี พร้อมกับศูนย์พยากรณ์อากาศของสหรัฐปรับโอกาสการเกิดภาวะ La Nina ขึ้นเป็น 85% จากเดือนก่อนที่ 75% ซึ่งภาวะดังกล่าวจะทำให้ฝั่งอเมริกาใต้แห้งแล้ง และอาจกระทบให้ปริมาณผลผลิตถั่วเหลืองในบราซิลและอาร์เจนติน่าต่ำกว่าที่ USDA คาดการณ์ไว้ เพราะปัจจุบันอยู่ในช่วงเริ่มฤดูปลูกเพาะปลูกในบราซิล (ต.ค. - มี.ค.) จากสถานการณ์ราคาถั่วเหลืองที่กำลังเป็นทิศทางขาขึ้น เรามองกรอบไว้ที่ US\$10.5- US\$11.5 ต่อบุชเชล (ดีขึ้นกว่าที่เคยคาด US\$9.5-US\$10.5) ถือเป็นบวกต่ออัตรากำไรขั้นต้น ดังนั้นเราจึงปรับเพิ่มกำไรปกติปี 2020 - 2021 ขึ้น 2.5% - 26% เป็นการเติบโต 17.4% Y-Y และ 37.6% Y-Y ตามลำดับ แต่ระยะสั้นคาดการณ์กำไร 3Q20 ไม่ฟื้นคืน เพราะมีการเร่งระบายกากถั่วเหลือง จึงต้องแลกด้วยมาร์จิ้น ทั้งนี้เราปรับเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 39 บาท จากเดิม 31 บาท (อิง PE เดิม 14 เท่า) แม้จะมี Upside 11.4% แต่เราปรับคำแนะนำเป็น เก็งกำไร เพราะราคาถั่วเหลืองปัจจุบันได้สะท้อนภาวะตึงตัวไปบ้างแล้ว ในขณะที่ยังมีความเสี่ยง หากในอีก 2 สัปดาห์ข้างหน้า (ช่วงปลายเดือน ต.ค.) พบว่าการเพาะปลูกในบราซิลไม่ได้ล่าช้ามากนัก อาจเห็นแรงขายทำกำไรในตลาดถั่วเหลืองล่วงหน้าก็เป็นได้ ซึ่งถือเป็นความเสี่ยงหลักต่อประมาณการของเรา โดยอัตรากำไรขั้นต้นที่เปลี่ยนแปลงทุก 1% จะกระทบต่อกำไร 10% และกระทบราคาพื้นฐาน 5 บาท/หุ้น

ภาวะถั่วเหลืองโลกเริ่มตึงตัวมากขึ้น และขาดดุลเป็นปีที่ 2 ติดต่อกัน

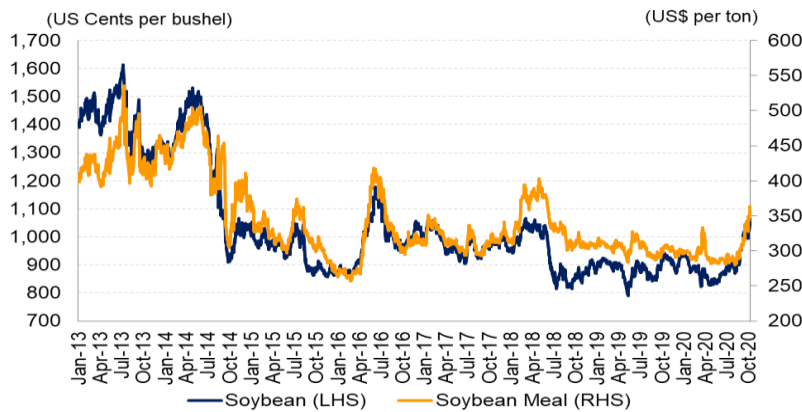
เมื่อคืนวันศุกร์ที่ผ่านมา USDA (กท.เกษตรสหรัฐฯ) ได้ออกรายงานคาดการณ์สินค้าเกษตรฉบับเดือน ต.ค. พบว่า มีการปรับลดสต็อกถั่วเหลืองโลกในปี 2020/21 ลงเหลือ 88.7 ล้านตัน (-5.4% Y-Y) จาก 93.59 ล้านตันในเดือน ก.ย. ทำให้ Stock to Use Ratio ลดลงมาอยู่ที่ 23.9% จาก 26.5% ในปีก่อนหน้า 2019/20 ถือเป็นระดับต่ำสุดในรอบ 7 ปี (ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา Stock to Use Ratio เฉลี่ยอยู่ที่ 28.5%) สะท้อนถึงปริมาณสต็อกถั่วเหลืองที่ค่อนข้างตึงตัว โดยหลักมาจากการปรับลดสต็อกของสหรัฐเหลือ 7.9 ล้านตัน จากเดือนก่อนที่คาดไว้ 12.52 ล้านตัน เป็นผลมาจากการนำเข้าของจีนอย่างต่อเนื่อง กอปรกับเป็น Low Season ของอเมริกาใต้อยู่แล้ว และก่อนหน้านี้จีนได้กว้านซื้อถั่วเหลืองจากบราซิลไปค่อนข้างมาก และด้วยคาดการณ์ปริมาณผลผลิตถั่วเหลืองโลกที่น่าจะยังต่ำกว่าความต้องการบริโภค จึงทำให้แนวโน้มภาวะถั่วเหลืองโลกในปี 2020/21 จะยังอยู่ในภาวะขาดดุลเป็นปีที่ 2 ติดต่อกันราว -2.1 ล้านตัน จากปีก่อนที่ -0.9 ล้านตัน ส่งผลให้ราคาถั่วเหลืองตลาดล่วงหน้าล่าสุดปรับขึ้นและระดับ US\$10.65 ต่อบุชเชล (+1.5% D-D, +15.4% Y-Y) ทำจุดสูงสุดในรอบ 2 ปี

โอกาสเกิด La Nina ยิ่งสูง

ในรายงานดังกล่าวของ USDA ยังคงคาดการณ์ปริมาณผลผลิตของบราซิลและอาร์เจนตินาปี 2020/21 ไว้เท่ากับเดือนก่อนหน้าที่ 133 ล้านตัน (+5.6% Y-Y) และ 53.5 ล้านตัน (+9.2% Y-Y) ตามลำดับ แต่มีการปรับเพิ่ม Ending Stock ของบราซิลขึ้นเล็กน้อยจากการปรับเพิ่ม Beginning Stock อย่างไรก็ตาม มีแนวโน้มที่ปริมาณผลผลิตของฝั่งอเมริกาใต้อาจต่ำกว่าคาด เพราะล่าสุดวันที่ 8 ต.ค.ที่ผ่านมา ศูนย์พยากรณ์อากาศของสหรัฐ (Climate Prediction Center) ได้ออกรายงานเดือน ต.ค. โดยปรับเพิ่มโอกาสในการเกิด La Nina (ฝั่งเอเชีย-ออสเตรเลีย จะมีน้ำมาก ส่วนฝั่งอเมริกา-อเมริกาใต้จะแห้งแล้ง) ในช่วง Winter ของปีนี้เป็น 85% จากที่คาดไว้ 75% ในเดือนก.ย. และคาดการณ์ว่าจะเกิด La Nina ต่อเนื่องไปในช่วง Spring 2021 (ก.พ. - เม.ย. 2021) ราว 60% ส่งผลให้การเพาะปลูกของบราซิลล่าช้ากว่าปกติอยู่เล็กน้อยปัจจุบันเพาะปลูกไปได้เพียง 1% จากปกติช่วงนี้ควรอยู่ที่ราว 5% (ฤดูปลูกเพาะปลูกของบราซิลอยู่ในช่วง ต.ค. - มี.ค.)

(มีต่อหน้า 2)

ราคาถั่วเหลืองและกากถั่วเหลืองตลาดล่วงหน้าซิกาโก



Source: Bloomberg

คาดการณ์ 3Q20 ไม่ดีเกิน

ระยะสั้น คาดกำไรปกติ 3Q20 ไว้ที่ 359 ล้านบาท (-1.9% Q-Q, -1.6% Y-Y) ภาพรวมกำไรอาจไม่ดีขึ้นนัก เพราะด้วยผลกระทบของ COVID-19 ใน 2Q20 ทำให้กลับมาเร่งระบายการขายกากถั่วเหลืองใน 3Q20 โดยคาดปริมาณขายกากถั่วเหลืองจะปรับขึ้นราว 15% Q-Q โดยแลกกับราคาขายที่คาดหวังตัว ไม่ได้ปรับขึ้นตามราคาถั่วเหลืองที่ขยับขึ้น ในขณะที่คาดปริมาณและราคาขายน้ำมันถั่วเหลืองจะทรงตัวจากไตรมาสก่อน และด้วยแนวโน้มราคาเมล็ดถั่วเหลืองที่เริ่มปรับขึ้นโดยราคาเฉลี่ย 3Q20 เท่ากับ US\$9.32 ต่อบุชเชล (+9.5% Q-Q, +6.8% Y-Y) ทำให้ต้นทุนของบริษัทก่อนไปในทางทรงถึงปรับขึ้น จึงคาดอัตรากำไรขั้นต้นในไตรมาสนี้จะอ่อนตัวลงมาอยู่ที่ 10% จาก 10.9% ใน 2Q20 และ 10.3% ใน 3Q19

3Q20 Earnings Preview

| (Bt=mn) | 3Q20E | 2Q20 | %Q-Q | 3Q19 | %Y-Y |
|--------------------|-------|-------|------|-------|------|
| Sales revenue | 6,199 | 5,739 | 8.0 | 5,788 | 7.1 |
| Costs | 5,579 | 5,114 | 9.1 | 5,192 | 7.5 |
| Gross profit | 620 | 626 | -1.0 | 596 | 4.0 |
| SG&A costs | 174 | 167 | 4.2 | 190 | -8.4 |
| Interest charge | 0.90 | 0.90 | 0.0 | 0.80 | 12.5 |
| Norm profit | 359 | 366 | -1.9 | 365 | -1.6 |
| Net profit | 359 | 341 | 5.3 | 377 | -4.8 |
| Gross margin % | 10.0 | 10.9 | -0.9 | 10.3 | -0.3 |
| SG&A as % of Sales | 2.8 | 2.9 | -0.1 | 3.3 | -0.5 |
| Net margin % | 5.8 | 5.9 | -0.1 | 6.5 | -0.7 |

Source: FSS Estimate

แต่แนวโน้มกำไร 4Q20 ดูดีกว่าที่เคยคาด

หากกำไร 3Q20 เป็นไปตามคาด บริษัทจะมีกำไรปกติ 9M20 อยู่ที่ 1,172 ล้านบาท (+16% Y-Y) คิดเป็น 72% ของประมาณการทั้งปี แนวโน้มกำไรน่าจะปรับตัวดีขึ้นใน 4Q20 เพราะเป็น High Season ของธุรกิจน้ำมันถั่วเหลือง จากช่วงเทศกาลกินเจ กอปรกับราคากากถั่วเหลืองในประเทศเริ่มขยับขึ้นล่าสุดมาอยู่ที่ 15 – 16 บาท/กก. แล้ว จากราคาเฉลี่ยใน 3Q20 ที่ 14 บาท/กก. จึงคาดจะเห็นการฟื้นตัวของทั้งรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นใน 4Q20 เบื้องต้นเรคาดกำไรจะอยู่ที่ราว 400 - 450 ล้านบาท ถือว่าดีกว่าเดิมที่เคยคาดไว้ เราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรปกติปี 2020 ขึ้นเล็กน้อย 2.5% เป็น 1,620 ล้านบาท (+17.4% Y-Y) สะท้อนแนวโน้มกำไร 4Q20 ที่ดูดีกว่าคาด

ปรับเพิ่มประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายปีหน้า

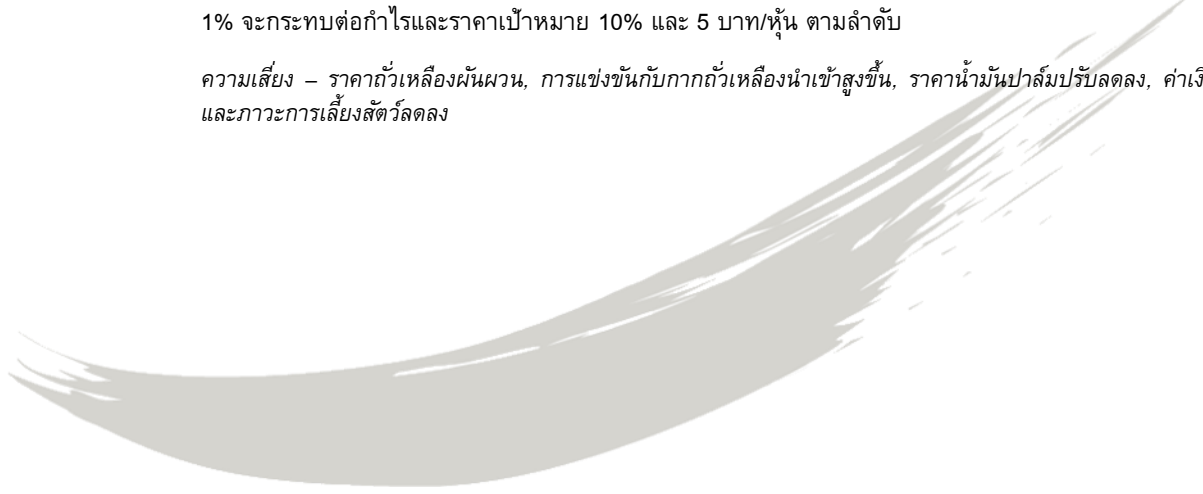
จากสถานการณ์ราคาถั่วเหลืองปัจจุบันดูเอื้อต่อผลการดำเนินงานในปีหน้าของบริษัทมากขึ้น นอกเหนือจากภาวะการเลี้ยงสัตว์ที่น่าจะยังดีต่อเนื่อง ตามการฟื้นตัวของ Demand ภายหลังสถานการณ์ COVID-19 คลี่คลาย ล่าสุดราคากากถั่วเหลืองในประเทศได้ปรับตัวสูงขึ้นตามราคาถั่วเหลืองในตลาดโลก เราจึงปรับเพิ่มสมมติฐานรายได้ในปี 2021 ขึ้นเป็น +7.5% Y-Y จากเดิมคาด +5% Y-Y และปรับเพิ่มอัตรากำไรขั้นต้นขึ้นเป็น 13.5% จากเดิม 11.3% จากสถานการณ์ราคาถั่วเหลืองที่เป็นทิศทางขาขึ้นในช่วงที่เหลือของปีนี้ และอาจต่อเนื่องไปใน 1Q21 ทำให้การบริหารราคาวัตถุดิบทำได้ง่าย และจะช่วยหนุนอัตรากำไรในช่วง 1H21 ในขณะที่แนวโน้มการแข่งขันจากกากถั่วเหลืองนำเข้ายังดูต่ำ เพราะมี

แนวโน้มว่าอาร์เจนตินา (ผู้ส่งออกกากถั่วเหลืองมากเป็นอันดับ 1 ของโลก) อาจถูกกระทบจากภัยแล้งด้วยเช่นกัน และจะส่งผลให้ราคากากถั่วเหลืองในตลาดโลกปรับตัวสูงขึ้น ล่าสุดราคากากถั่วเหลืองเฉลี่ยเดือน ต.ค. ปรับขึ้นมาอยู่ที่ US\$352 ต่อตัน +17.3% Q-Q, +17% Y-Y นำไปสู่การปรับเพิ่มประมาณการกำไรปกติปี 2021 ขึ้น 26% เป็น 2,228 ล้านบาท (+37.6% Y-Y) และปรับเพิ่มราคาเป้าหมาย 2021 ขึ้นเป็น 39 บาท จากเดิมที่ 31 บาท (อิง PE เดิม 14 เท่า)

ถัดจากนี้ ต้องติดตามสภาพอากาศและการเพาะปลูกในอเมริกาใต้เป็นหลัก

ถัดจากนี้ จะต้องติดตามสภาพอากาศและความคืบหน้าในการเพาะปลูกถั่วเหลืองในอเมริกาใต้เป็นหลัก ถ้าในช่วงปลายเดือน ต.ค. นี้ พบว่ายังล่าช้ากว่าคาดไปมาก อาจช่วยหนุนให้ราคาถั่วเหลืองปรับขึ้นอยู่ในกรอบ US\$10.5 – US\$11.5 ต่อบุชเชล (จากก่อนหน้านี้ที่เราเคยคาดไว้ในกรอบ US\$9.5 – US\$10.5 ต่อบุชเชล) และมองว่ามีความเป็นไปได้ที่ราคาถั่วเหลืองจะทะลุ US\$12 ต่อบุชเชล หากมีการปรับลดคาดการณ์ผลผลิตในบราซิลต่ำกว่า 120 ล้านตัน (ปัจจุบัน USDA คาดไว้ 133 ล้านตัน) อย่างไรก็ตาม เรามองว่าราคาถั่วเหลืองปัจจุบันได้สะท้อนโอกาสเกิด La Nina ไปบ้างแล้ว ส่วนหนึ่งมาจากแรงซื้อของกองทุน ซึ่งล่าสุดมีปริมาณ Net Volume Buy พุ่งขึ้นสูงสุดนับตั้งแต่ปี 2012 ในทางกลับกันหากในอีก 2 สัปดาห์ข้างหน้า (ช่วงปลายเดือน ต.ค.) พบว่าการเพาะปลูกในบราซิลไม่ได้ล่าช้ากว่าคาดมากนัก หรือสภาพอากาศมีฝนตกให้เห็นบ้าง ทำให้ปริมาณผลผลิตในบราซิลไม่ได้ลดลงมากกว่าที่คาด อาจเห็นแรงขายทำกำไรในตลาดถั่วเหลืองล่วงหน้าก็เป็นได้ ซึ่งถือเป็นความเสี่ยงหลักต่อประมาณการของเรา โดยอัตรากำไรขั้นต้นที่เปลี่ยนแปลงทุก 1% จะกระทบต่อกำไรและราคาเป้าหมาย 10% และ 5 บาท/หุ้น ตามลำดับ

ความเสี่ยง – ราคาถั่วเหลืองผันผวน, การแข่งขันกับกากถั่วเหลืองนำเข้าสูงขึ้น, ราคาน้ำมันปาล์มปรับตัวลง, ค่าเงินบาทอ่อนค่า และภาวะการเลี้ยงสัตว์ลดลง



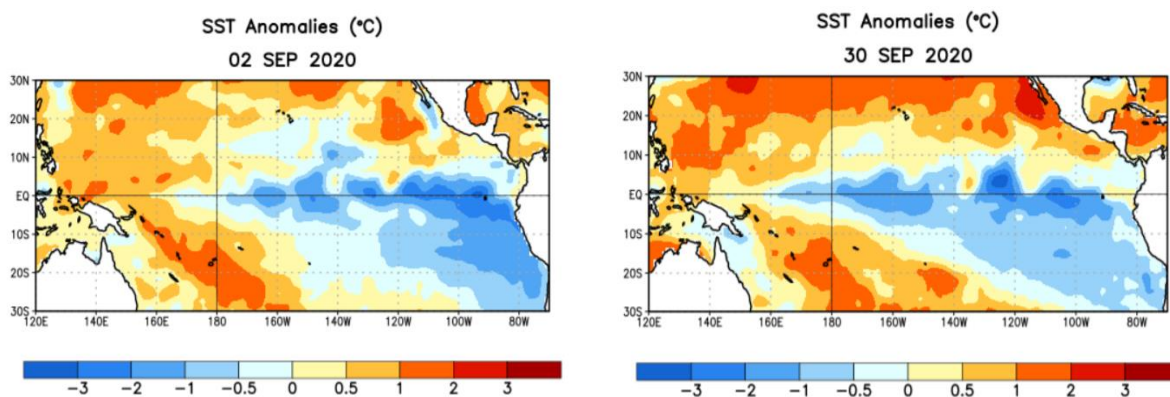
USDA คาดการณ์ปริมาณผลผลิตและการบริโภคถั่วเหลืองของโลก เดือน (ฉบับเดือน ต.ค.)

| 2019/20 Est. | | Beginning Stocks | Production | Imports | Domestic Crush | Domestic Total | Exports | Ending Stocks |
|---------------------|--|-------------------------|-------------------|----------------|-----------------------|-----------------------|----------------|----------------------|
| World 2/ | | 113.04 | 336.59 | 162.96 | 308.71 | 354.26 | 164.58 | 93.75 |
| World Less China | | 93.59 | 318.49 | 65.56 | 217.21 | 245.06 | 164.49 | 68.09 |
| United States | | 24.74 | 96.67 | 0.42 | 58.91 | 61.96 | 45.62 | 14.25 |
| Total Foreign | | 88.30 | 239.92 | 162.54 | 249.80 | 292.30 | 118.96 | 79.51 |
| Major Exporters 3/ | | 61.98 | 186.89 | 5.22 | 87.23 | 96.77 | 110.30 | 47.02 |
| Argentina | | 28.89 | 49.00 | 4.65 | 39.15 | 46.14 | 10.00 | 26.40 |
| Brazil | | 32.77 | 126.00 | 0.55 | 44.25 | 46.50 | 92.48 | 20.34 |
| Paraguay | | 0.32 | 9.90 | 0.02 | 3.75 | 4.05 | 5.90 | 0.29 |
| Major Importers 4/ | | 22.13 | 21.77 | 131.71 | 120.90 | 146.76 | 0.31 | 28.54 |
| China | | 19.46 | 18.10 | 97.40 | 91.50 | 109.20 | 0.09 | 25.66 |
| European Union | | 1.61 | 2.62 | 15.60 | 16.20 | 17.91 | 0.20 | 1.71 |
| Southeast Asia | | 0.71 | 0.61 | 9.32 | 4.50 | 9.82 | 0.02 | 0.80 |
| Mexico | | 0.18 | 0.24 | 6.00 | 6.20 | 6.25 | 0.00 | 0.16 |

| 2020/21 Proj. | | | | | | | | |
|----------------------|-----|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| World 2/ | Sep | 96.01 | 369.74 | 163.25 | 320.80 | 369.07 | 166.34 | 93.59 |
| | Oct | 93.75 | 368.47 | 164.95 | 322.42 | 370.59 | 167.88 | 88.70 |
| World Less China | Sep | 68.75 | 352.24 | 64.25 | 222.80 | 252.67 | 166.24 | 66.33 |
| | Oct | 68.09 | 350.97 | 64.95 | 223.42 | 253.19 | 167.78 | 63.04 |
| United States | Sep | 15.64 | 117.38 | 0.41 | 59.33 | 63.07 | 57.83 | 12.52 |
| | Oct | 14.25 | 116.15 | 0.41 | 59.33 | 63.03 | 59.87 | 7.90 |
| Total Foreign | Sep | 80.37 | 252.37 | 162.84 | 261.47 | 306.00 | 108.50 | 81.07 |
| | Oct | 79.51 | 252.32 | 164.54 | 263.09 | 307.56 | 108.00 | 80.80 |
| Major Exporters 3/ | Sep | 46.12 | 198.84 | 4.41 | 91.38 | 101.53 | 100.82 | 47.02 |
| | Oct | 47.02 | 198.84 | 4.41 | 91.38 | 101.52 | 100.32 | 48.44 |
| Argentina | Sep | 26.40 | 53.50 | 4.00 | 42.00 | 49.20 | 7.50 | 27.20 |
| | Oct | 26.40 | 53.50 | 4.00 | 42.00 | 49.20 | 7.00 | 27.70 |
| Brazil | Sep | 19.43 | 133.00 | 0.40 | 45.50 | 48.15 | 85.00 | 19.68 |
| | Oct | 20.34 | 133.00 | 0.40 | 45.50 | 48.14 | 85.00 | 20.60 |
| Paraguay | Sep | 0.29 | 10.25 | 0.01 | 3.80 | 4.10 | 6.30 | 0.14 |
| | Oct | 0.29 | 10.25 | 0.01 | 3.80 | 4.10 | 6.30 | 0.14 |
| Major Importers 4/ | Sep | 30.34 | 21.48 | 132.78 | 127.19 | 154.07 | 0.38 | 30.16 |
| | Oct | 28.54 | 21.43 | 134.19 | 128.54 | 155.40 | 0.38 | 28.38 |
| China | Sep | 27.26 | 17.50 | 99.00 | 98.00 | 116.40 | 0.10 | 27.26 |
| | Oct | 25.66 | 17.50 | 100.00 | 99.00 | 117.40 | 0.10 | 25.66 |
| European Union | Sep | 1.96 | 2.80 | 14.90 | 15.90 | 17.63 | 0.25 | 1.79 |
| | Oct | 1.71 | 2.75 | 14.90 | 15.90 | 17.61 | 0.25 | 1.50 |
| Southeast Asia | Sep | 0.76 | 0.60 | 9.37 | 4.37 | 9.92 | 0.03 | 0.78 |
| | Oct | 0.80 | 0.60 | 9.78 | 4.72 | 10.27 | 0.03 | 0.88 |
| Mexico | Sep | 0.16 | 0.35 | 6.10 | 6.40 | 6.47 | 0.00 | 0.14 |
| | Oct | 0.16 | 0.35 | 6.10 | 6.40 | 6.47 | 0.00 | 0.14 |

Source: USDA Website

เปรียบเทียบอุณหภูมิวันที่ 2 ก.ย. และ 30 ก.ย. 2020 จากรายงานของศูนย์พยากรณ์อากาศสหรัฐ



Source: www.cpc.ncep.noaa.gov

Income Statement (Consolidated)

| (Bt mn) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Revenue | 24,869 | 23,587 | 24,767 | 26,624 | 28,009 |
| Cost of sales | 22,070 | 21,231 | 22,018 | 23,030 | 24,368 |
| Gross profit | 2,800 | 2,357 | 2,749 | 3,594 | 3,641 |
| SG&A | 754 | 761 | 718 | 852 | 896 |
| Operating profit | 2,046 | 1,595 | 2,031 | 2,742 | 2,745 |
| Other income | 155 | 153 | 99 | 106 | 112 |
| EBIT | 2,201 | 1,749 | 2,130 | 2,849 | 2,857 |
| EBITDA | 2,540 | 2,120 | 2,511 | 3,240 | 3,263 |
| Interest charge | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| Tax on income | 398 | 352 | 426 | 570 | 572 |
| Earnings after tax | 1,799 | 1,394 | 1,701 | 2,275 | 2,282 |
| Minority interest | -39 | -45 | -86 | -53 | -56 |
| Normalized earnings | 1,766 | 1,380 | 1,620 | 2,228 | 2,232 |
| Extraordinary items | 102 | 30 | 22 | 0 | 0 |
| Net profit | 1,867 | 1,411 | 1,642 | 2,228 | 2,232 |

Cash Flow Statement (Consolidated)

| (Bt mn) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Net profit | 1,867 | 1,411 | 1,642 | 2,228 | 2,232 |
| Depre. & amortization | 339 | 371 | 381 | 391 | 406 |
| Change in working capital | 1,503 | -440 | -152 | -345 | -329 |
| Other adjustments | -103 | -50 | -9 | 4 | 19 |
| Cash flow from operations | 3,607 | 1,292 | 1,862 | 2,279 | 2,328 |
| Capital expenditure | -452 | -608 | -197 | -200 | -284 |
| Others | 16 | -17 | 12 | -4 | -3 |
| Cash flow from investing | -436 | -625 | -184 | -204 | -287 |
| Free cash flow | 3,170 | 667 | 1,677 | 2,075 | 2,041 |
| Net borrowings | -787 | -270 | 7 | 0 | 0 |
| Equity capital raised | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Dividends paid | -1,585 | -1,213 | -1,395 | -1,894 | -1,897 |
| Others | 8 | 37 | -33 | 9 | 7 |
| Cash flow from financing | -2,364 | -1,446 | -1,422 | -1,884 | -1,890 |
| Net change in cash | 807 | -779 | 256 | 190 | 150 |

Balance Sheet (Consolidated)

| (Bt mn) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Cash | 1,530 | 754 | 1,007 | 1,198 | 1,348 |
| Accounts receivable | 1,177 | 1,182 | 1,130 | 1,287 | 1,354 |
| Inventory | 5,382 | 6,625 | 6,937 | 7,256 | 7,677 |
| Other current assets | 1,330 | 516 | 1,225 | 1,027 | 1,028 |
| Total current assets | 9,419 | 9,078 | 10,300 | 10,767 | 11,407 |
| Investments | 71 | 82 | 82 | 82 | 82 |
| Plant, property & equipment | 2,791 | 3,026 | 2,845 | 2,653 | 2,547 |
| Other assets | 73 | 78 | 83 | 87 | 90 |
| Total assets | 12,354 | 12,264 | 13,310 | 13,590 | 14,126 |
| Short-term loans | 326 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Accounts payable | 1,419 | 2,248 | 2,353 | 2,461 | 2,604 |
| Current maturities | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Other current liabilities | 328 | 312 | 322 | 346 | 364 |
| Total current liabilities | 2,073 | 2,559 | 2,675 | 2,807 | 2,968 |
| Long-term debt | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Other non-current liab. | 120 | 157 | 124 | 133 | 140 |
| Total non-current liab. | 120 | 157 | 124 | 133 | 140 |
| Total liabilities | 2,193 | 2,716 | 2,798 | 2,940 | 3,108 |
| Registered capital | 809 | 809 | 809 | 809 | 809 |
| Paid up capital | 809 | 809 | 809 | 809 | 809 |
| Share premium | 2,475 | 2,475 | 2,475 | 2,475 | 2,475 |
| Legal reserve | 94 | 94 | 94 | 94 | 94 |
| Retained earnings | 5,091 | 5,287 | 5,536 | 5,870 | 6,220 |
| Minority Interests | 377 | 385 | 397 | 401 | 420 |
| Shareholders' equity | 8,845 | 9,049 | 9,311 | 9,650 | 10,018 |

Important Ratios (Consolidated)

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Growth (%) | | | | | |
| Revenue | 1.2 | -5.2 | 5.0 | 7.5 | 5.2 |
| EBITDA | 30.7 | -16.5 | 18.5 | 29.0 | 0.7 |
| Net profit | 40.8 | -24.5 | 16.4 | 35.7 | 0.2 |
| Normalized earnings | 31.8 | -21.8 | 17.4 | 37.6 | 0.2 |
| Profitability (%) | | | | | |
| Gross profit margin | 11.3 | 10.0 | 11.1 | 13.5 | 13.0 |
| EBITDA margin | 10.2 | 9.0 | 10.1 | 12.2 | 11.7 |
| EBIT margin | 8.8 | 7.4 | 8.6 | 10.7 | 10.2 |
| Normalized profit margin | 7.1 | 5.9 | 6.5 | 8.4 | 8.0 |
| Net profit margin | 7.5 | 6.0 | 6.6 | 8.4 | 8.0 |
| Normalized ROA | 16.0 | 11.7 | 13.4 | 17.7 | 17.0 |
| Normalized ROE | 20.8 | 15.9 | 18.2 | 24.1 | 23.3 |
| Normalized ROCE | 24.5 | 19.0 | 22.6 | 29.1 | 28.1 |
| Risk (x) | | | | | |
| D/E | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| Net D/E | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| Net debt/EBITDA | 0.8 | 1.2 | 1.2 | 0.8 | 0.8 |
| Per share data (Bt) | | | | | |
| Reported EPS | 2.31 | 1.74 | 2.03 | 2.76 | 2.76 |
| Normalized EPS | 2.18 | 1.71 | 2.00 | 2.76 | 2.76 |
| EBITDA | 3.14 | 2.62 | 3.11 | 4.01 | 4.04 |
| Book value | 10.47 | 10.72 | 11.02 | 11.44 | 11.87 |
| Dividend | 1.90 | 1.45 | 1.73 | 2.34 | 2.35 |
| Par | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| Valuations (x) | | | | | |
| P/E | 15.2 | 20.1 | 17.2 | 12.7 | 12.7 |
| Norm P/E | 16.0 | 20.5 | 17.5 | 12.7 | 12.7 |
| P/BV | 3.3 | 3.3 | 3.2 | 3.1 | 2.9 |
| EV/EBITDA | 11.9 | 14.5 | 12.5 | 9.6 | 9.5 |
| Dividend yield (%) | 5.4 | 4.1 | 4.9 | 6.7 | 6.7 |

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>สำนักงานเอ็ม บี เค ทาวเวอร์ ชั้น 15 อาคารเอ็ม บี เค ทาวเวอร์ เลขที่ 444 ถนนพญาไท แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700, 02-680-0777</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 เซ็นทรัลพลาซ่า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999</p> |
| <p>สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ 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 สีลม 1 130-132 อาคารสีลม ทรทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p> | <p>สาขา เคียนทรวง (สีลม 2) 140/1 อาคารเคียนทรวง 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717</p> | <p>สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193</p> |
| <p>สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130</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.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300</p> | | |
| <p>สาขา ขอนแก่น 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925</p> | <p>สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589</p> | <p>สาขา เชียงใหม่ 2 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-909</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.ระดมอร่าม 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.รุดสมิแล 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 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, HMPPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, 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, TASSCO, 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 2019

| 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 ฟิลินเซีย ไชรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2562 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 30 พฤศจิกายน 2561) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC