

**TKN** (TKN TB)

**BUY**

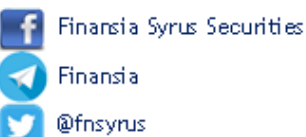
**บมจ. เถ้าแก่น้อย ฟู๊ดแอนด์มาร์เก็ตติ้ง**

|                                 |                     |
|---------------------------------|---------------------|
| Previous                        | BUY                 |
| <b>2021 Target Price (Bt)</b>   | <b>14.00</b>        |
| Price (21/01/2021)              | 11.40               |
| up/downside (%)                 | +22.8               |
| SET Index                       | 1,513.51            |
| Sector                          | Food & Beverage     |
| Foreign limit/actual (%)        | 49.00/2.44          |
| Free float (%)                  | 41.16               |
| Market cap (Bt m)               | 15,732.00           |
| Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD) | 326.13              |
| hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)     | 12.20, 10.10, 11.36 |
| IOD 2020                        | 4                   |
| THAI CAC                        | N/A                 |

| Consolidated earnings      |       |       |       |       |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| BT (mn)                    | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
| Revenue                    | 5,267 | 4,118 | 5,147 | 5,765 |
| Normalized profit          | 391   | 336   | 647   | 741   |
| Net profit                 | 362   | 340   | 647   | 741   |
| EPS (Bt) - norm            | 0.28  | 0.24  | 0.47  | 0.54  |
| EPS (Bt)- reported         | 0.26  | 0.25  | 0.47  | 0.54  |
| % growth y-y               | -21.2 | -6.2  | 90.6  | 14.5  |
| Dividend/share (Bt)        | 0.26  | 0.22  | 0.42  | 0.43  |
| BV/share (Bt)              | 1.55  | 1.58  | 1.62  | 1.73  |
| EV/EBITDA (x)              | 30.5  | 29.4  | 19.1  | 17.1  |
| PER (x) - norm             | 40.3  | 46.8  | 24.3  | 21.2  |
| PER (x)                    | 43.5  | 46.3  | 24.3  | 21.2  |
| PBV (x)                    | 7.3   | 7.2   | 7.0   | 6.6   |
| Dividend yield (%)         | 2.3   | 1.9   | 3.7   | 3.8   |
| ROE (%)                    | 18.3  | 15.4  | 28.9  | 31.0  |
| YE No. of shares (million) | 1,380 | 1,380 | 1,380 | 1,380 |
| Par (Bt)                   | 0.25  | 0.25  | 0.25  | 0.25  |

Source: Company data, FSS estimates

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



## แตกไลน์ธุรกิจใหม่ ชานมคือ Next Driver

จากประชุมนักวิเคราะห์หุ้นนี้ ผู้บริหารเปิดเผยเป้าหมายเติบโตที่ **Aggressive** มาก โดยคาดการณ์ได้ปีนี้จะฟื้นตัวกลับมาเท่ากับก่อน COVID-19 ที่ระดับ 5-5.2 พันล้านบาท และภายใน 4 ปี จะมีรายได้ทำ New High และระดับ 8 พันล้านบาท โดยมาจากการแตกไลน์ธุรกิจเครื่องดื่ม ชานมได้ทันทีที่ได้รับการตอบรับดีเหนือความคาดหมาย อยู่ระหว่างเร่งผลิตเพื่อกระจายไปใน 7-11 ให้ครบทุกสาขาทั่วประเทศภายใน 1Q21 และเตรียมออกขนมสำหรับรสชาติใหม่ในประเทศในไตรมาศ รวมถึงมีแผนขยายสู่ Plant-based Snack เพื่อตอบโจทย์คนรุ่นใหม่ ควบคู่กับการลดต้นทุนผ่านการรวมโรงงาน ลดพนักงาน ลดต้นทุนวัตถุดิบ และเน้นคุมค่าใช้จ่ายเข้มงวดต่อเนื่อง ระยะสั้นแนวโน้มกำไร 4Q20 ยังไม่สดใส คาดจะกลับมาฟื้นตัวเร่งตัวขึ้นใน 2Q21 เราจึงปรับลดกำไรปกติปี 2020 ลง 26% เป็น -14.1% Y-Y แต่ปรับเพิ่มกำไรปี 2021 ขึ้น 11% เป็นการกลับมาโตสูง +92.8% Y-Y และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 14 บาท จาก 12 บาท (อิง PE 28 เท่า) โดยมีความเสี่ยงหากชานมทำไม่ได้ตามเป้าหมาย ทั้งนี้ที่ประมาณการกำไรของเรามาจากชานม 7% คิดเป็นราคาเป้าหมาย 1 บาท/หุ้น

### เป้าหมายการเติบโต Aggressive มาก

ผู้บริหารตั้งเป้าการเติบโตของรายได้ในปี 2021 จะกลับมาเท่ากับปี 2019 ซึ่งเป็นช่วงก่อน COVID-19 ที่ระดับ 5 - 5.2 พันล้านบาท (+20% - 25% Y-Y) และตั้งเป้าอัตรากำไรขั้นต้นสูงกว่า 30% ดีขึ้นจากปี 2020 ที่ราคาได้ไว้ 27.2% โดยมีกลยุทธ์ต่างๆ ได้แก่ 1. มีแผนออกสินค้าใหม่ทั้งหมดสำหรับรสชาติใหม่ และจะนำเสนอ Plant-based Snack (ไม่ใช่ชาหรือนม) 2. แตกไลน์ธุรกิจเครื่องดื่มคือ ชานมได้ทันที เป็นสินค้าตัวแรก 3. อยู่ระหว่างปรับลดต้นทุนทั้งการผลิต (ย้ายสายการผลิตชาหรือนมมาอยู่รวมเป็นโรงงานเดียวที่โรงงาน) และจะปรับต้นทุนสำหรับที่ถูกลงได้เต็มปี คาดลดลงอีก 3% - 4% และ 4. ยังเน้นคุมค่าใช้จ่ายอย่างเข้มงวดต่อเนื่อง โดยจะระมัดระวังค่าใช้จ่ายทางการตลาดทำเฉพาะสินค้าสำหรับ และชานม ทั้งนี้ผู้บริหารมีเป้าหมายระยะยาวต้องการมีรายได้ระดับ 8,000 ล้านบาท ภายในปี 2024

### ชานมได้ทันทีคือ Driver ตัวถัดไป

ภายหลังบริษัทได้เริ่มวางขายชานมได้ทันทีตั้งแต่วันที่ 5 ธ.ค. 20 ซึ่งได้รับการตอบรับที่ดีมาก ปัจจุบันยังวางขายได้เพียง 6,000 สาขาของร้าน 7-11 แต่ล่าสุดผู้ผลิต OEM สามารถเพิ่มกำลังการผลิตขึ้นอีก 3 เท่าตัว เพื่อป้อนชานมให้ครบ 12,000 สาขาทั่วประเทศได้ตั้งแต่กลางเดือน มี.ค. เป็นต้นไป และยังมีแผนออกรสชาติใหม่อีก 2 รสชาติในช่วงที่เหลือของปี ซึ่งบริษัทตั้งเป้ารายได้ชานมในปีที่ 20 ล้านขวด และบริษัทอยู่ระหว่างประเมินความคุ้มค่าในการลงทุนติดตั้งเครื่องจักรผลิตชานมเอง คาดได้ข้อสรุปใน 2H21

### คาดการณ์กำไรจะเร่งตัวขึ้นใน 2Q21 และกลับมาโตแรงในปีนี้

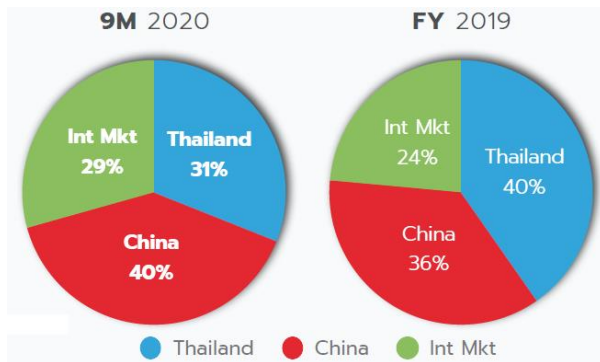
ระยะสั้นคาดการณ์กำไร 4Q20 ยังไม่สดใส เพราะยังถูกกระทบจาก COVID-19 รอบใหม่ทั้งในไทยและจีน และยังถูกซ้ำเติมจากปัญหาขาดแคลนแรงงาน ส่งผลให้การฟื้นตัวของรายได้ส่งออกไปจีนดูฟื้นตัวช้ากว่าคาด และน่าจะคลี่คลายในช่วงปลาย 1Q21 - ต้น 2Q21 จึงคาดหวังการฟื้นตัวของธุรกิจชาหรือนมเร่งตัวขึ้นใน 2Q21 กอปรกับจะเริ่มรับรู้รายได้ชานมอย่างมีนัยสำคัญมากขึ้น ภายหลังกระจายครบทุกสาขา 7-11 ทั่วประเทศ ทั้งนี้เราปรับลดกำไรปกติปี 2020 ลง 26% เป็น -14.1% Y-Y เป็นกำไรต่ำสุดในรอบ 6 ปี และปรับเพิ่มกำไรปกติปี 2021 ขึ้น 11% กลับมาเติบโต 92.8% Y-Y และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 14 บาท จากเดิม 12 บาท (อิง PE เดิม 28 เท่า) โดยอิงสมมติฐานที่ต่ำกว่าเป้าหมายของผู้บริหาร คาดรายได้ชานมที่ 15 ล้านขวด และคาดการณ์กำไรได้รวม 6% ของรายได้รวม ซึ่งจะสร้างกำไรได้รวม 45 ล้านบาท คิดเป็นราคาเป้าหมายจากชานมที่ 1 บาท/หุ้น

## Company Overview

TKN ประกอบการธุรกิจผลิตและจำหน่ายสาหร่ายแปรรูปภายใต้ตราสินค้า แก่แก่น้อย, โคโนมิ และ Nora โดยมีผลิตภัณฑ์แบ่งตามกรรมวิธีการผลิต ได้ 4 ประเภท ได้แก่ สาหร่ายทอด สาหร่ายย่าง สาหร่ายอบ และสาหร่าย เหมประ

| รายการ                 | 2562    |        | 2561    |        | 2560    |        |
|------------------------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
|                        | จำนวน   | ร้อยละ | จำนวน   | ร้อยละ | จำนวน   | ร้อยละ |
| สาหร่ายทอด             | 2,079.3 | 39     | 2,259.6 | 42     | 2,408.4 | 46     |
| สาหร่ายย่าง            | 2,398.6 | 46     | 2,461.3 | 45     | 2,266.6 | 43     |
| สาหร่ายเหมประ          | 143.0   | 3      | 132.3   | 2      | 99.5    | 2      |
| สาหร่ายอบ              | 151.6   | 3      | 221.6   | 4      | 153.0   | 3      |
| ผลิตภัณฑ์อื่นๆ'        | 494.3   | 9      | 352.4   | 6      | 336.1   | 6      |
| รวมรายได้จากการจำหน่าย | 5,266.8 | 100    | 5,427.2 | 100    | 5,263.6 | 100    |

ทั้งมีสัดส่วนการขายในประเทศ 40% และส่งออก 60% ของรายได้รวม ตลาดส่งออกหลักคือ จีน อินโดนีเซีย มาเลเซีย สหรัฐฯ และเวียดนาม โดยมีสัดส่วนรายได้จากจีนมากถึง 36% ของรายได้รวม



ปัจจุบันมีโรงงานผลิต 2 แห่งตั้งอยู่ที่ นพวงศ์ จ.ปทุมธานี และ โรงนะ จ.อยุธยา และมีสำนักงานในต่างประเทศที่ จีน และสหรัฐฯ

นอกจากนี้ยังมีการลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้อง เช่น ธุรกิจร้านอาหารจำหน่ายขนมขบเคี้ยวและของฝาก ธุรกิจผลิตผงปรุงรส ผลิตภัณฑ์เวย์โปรตีน (My Whey) และล่าสุดได้จำหน่ายชาสมุนไพร Just Drink เป็นต้น

ปี 2019 บริษัทได้ร่วมมือกับพันธมิตรกลุ่ม Orion ประเทศเกาหลี โดยบริษัทดังกล่าวได้เข้ามาถือหุ้น TKN รว 3.5% เพื่อแสดงความเชื่อมั่นในการขยายธุรกิจร่วมกัน และ TKN ได้แต่งตั้ง Orion เป็นตัวแทนจัดจำหน่ายแบบ Exclusive ในประเทศจีน

## Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ TKN โดยอิง PE 28 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยในอดีต 5 ปีย้อนหลังของบริษัท

## ESG

### Environment

- TKN ให้ความสำคัญสร้างค่านิยมและจิตสำนึกในการรักษาสิ่งแวดล้อม และใช้ทรัพยากรอย่างมีคุณค่า เช่น การรณรงค์ลดปริมาณการใช้กระดาษในสำนักงาน การปิดไฟในเวลาพักหรือเมื่อไม่มีการใช้งาน และมีระบบบำบัดน้ำเสียในโรงงาน ดูแลการดำเนินการกระบวนการผลิตเป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อมและชุมชนมากที่สุด
- บริษัทตั้งใจลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมให้อยู่ในเกณฑ์น้อยที่สุด ตลอดทั้งสายธุรกิจ โดยมีการควบคุมผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมตามมาตรฐานของกรมอุตสาหกรรมและมาตรฐานสากล รวมทั้งปฏิบัติตามกฎหมายและข้อบังคับที่เกี่ยวข้องอย่างครบถ้วน ทั้งการบำบัดน้ำเสีย การกำจัดกลิ่น และการกำจัดขยะมูลฝอย

### Social

- บริษัทได้ตระหนักถึงการเป็นส่วนหนึ่งของสังคมในการช่วยเหลือเกื้อกูล เพื่อเป็นการตอบแทนสังคมในท้องถิ่น โดยมีการสร้างงานและสร้างโอกาสให้แก่ชุมชน การให้ทุนการศึกษา รวมทั้งส่งเสริมสุขภาพด้วยการให้บริการตรวจสุขภาพแก่ชุมชน และมีการบริจาคเพื่อสาธารณประโยชน์อย่างต่อเนื่อง
- บริษัทดำเนินการพัฒนาศักยภาพให้กับพนักงานในทุกระดับอย่างต่อเนื่อง โดยมุ่งเน้นพัฒนาบุคลากร ฝึกอบรมเสริมสร้างทักษะความรู้ ความสามารถ รวมถึงด้านจริยธรรม เพื่อเป็นแรงงานที่มีทักษะและสร้างประโยชน์ให้กับองค์กรและสังคม

### Governance

- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการ 8 คน ประกอบด้วยกรรมการอิสระ 3 คน ถือว่าไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด สอดคล้องตามเกณฑ์ เพื่อเป็นการถ่วงดุลอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกเสียง และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- บริษัทห้ามไม่ให้กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานที่รู้ข้อมูลภายในของบริษัท ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทในช่วงระยะเวลา 1 เดือนก่อนการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชน และภายใน 48 ชั่วโมงหลังจากเปิดเผยข้อมูลดังกล่าว (Blackout Period)
- บริษัทยึดมั่นในแนวทางปฏิบัติ 5 หมวดเพื่อสร้างความโปร่งใสในการดำเนินงาน และเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารจัดการ ประกอบด้วย 1. สิทธิของผู้ถือหุ้น 2. การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียม 3. บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย 4. การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส 5. ความรับผิดชอบของกรรมการ

### ผู้บริหารตั้งเป้า Aggressive มากในปีนี้

ผู้บริหารตั้งเป้าการเติบโตของรายได้ในปี 2021 จะกลับมาเท่ากับปี 2019 ซึ่งเป็นช่วงก่อน COVID-19 ด้วยรายได้ระดับ 5 – 5.2 พันล้านบาท คิดเป็นการเติบโตราว 20% - 25% Y-Y และตั้งเป้าอัตรากำไรขั้นต้นจะสูงกว่าระดับ 30% ซึ่งดีกว่าปี 2020 ที่เราคาดไว้ราว 27.2% รวมถึงคาดหวังกำไรสุทธิมีลุ้นทำ New High ได้อีกครั้ง หากสามารถบรรลุเป้าหมายได้ตามแผนที่วางไว้ทั้งหมด ทั้งนี้บริษัทมีกลยุทธ์ต่างๆดังนี้

1. บริษัทมีแผนออกสินค้าใหม่กลุ่มขนมขบเคี้ยวประเภทสาหร่ายทุกไตรมาส ทั้งรสชาติใหม่ที่บริษัทคิดค้น และการทำ Collaboration กับ Partner ต่างๆ เพื่อสร้างรสชาติที่ผู้บริโภคคุ้นเคย
2. มีแผนออกสินค้าใหม่ประเภทขนมขบเคี้ยวที่ทำจาก Plant-Based (ไม่ใช่สาหร่าย)
3. แดกไลน์ธุรกิจเครื่องดื่ม สินค้าตัวแรกคือ ชานมได้หวัน โดยตั้งเป้าหมาย 20 ล้านขวดในปี
4. อยู่ระหว่างรวม 2 โรงงานผลิตขนมขบเคี้ยวประเภทสาหร่าย โดยจะย้ายจากโรงงานพวงศัมายังโรงงานโรจนะ
5. จะใช้ต้นทุนสาหร่ายที่ถูกลงได้เต็มปี และน่าจะทำให้ต้นทุนวัตถุดิบลดลงราว 3% - 4%
6. ยังเน้นคุมค่าใช้จ่ายอย่างต่อเนื่อง โดยยังระมัดระวังค่าใช้จ่ายทางการตลาด จะใช้กับขนมขบเคี้ยวสาหร่าย และ ชานมเป็นหลัก เพื่อให้เกิดประสิทธิภาพมากที่สุด

นอกจากนี้ผู้บริหารยังเปิดเผยเป้าหมายระยะยาว โดยตั้งเป้ามีรายได้แตะระดับ 8,000 ล้านบาท ภายในปี 2024

### มีแผนออกขนมสาหร่ายรสชาติใหม่ต่อเนื่อง

#### 2021 Commercial

##### • Snack Products

- To launch new products every quarter, improve the existing products towards the concept of plant snack in line with the trends of the global market
- To focus on co-branding strategy with the first class brands in the respective categories, with a few projects to start with in March 2021
- To control costs like those in 2020, although not as strictly, and promote such activities with impact on sales;
- To launch innovative snack (non-seaweed) focused on target groups in the mass market, and develop our own production line at Nopawong Factory.



Source: TKN's Presentation

### ซานมได้หัวนคือเป้าหมายใหม่

บริษัทได้เริ่มวางขายซานมได้หัวน แบรินด์ Just Drink ตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2020 ที่ผ่านมา โดยบริษัทได้รับสิทธิในการผลิตซานมได้หัวนจาก Bifido เพียงรายเดียวในไทย ซึ่งต้องจ่ายค่า Royalty Fee ให้กับ Bifido ที่ได้เข้ามาดูแลทุกขั้นตอนนับตั้งแต่ R&D จนถึงการทำตลาด ปัจจุบันบริษัทได้วางจำหน่ายซานมได้หัวนใน 7-11 รว 6,000 สาขา และจะวางให้ครบ 12,000 สาขา ภายในกลางเดือน มี.ค. นี้ โดยบริษัทตั้งเป้ารายได้ซานมได้หัวนในปีนี้อยู่ที่ 20 ล้านบาท โดยเป็นการจ้างผู้ผลิตภายนอก (โรงงานโทฟู ชง) ทำการผลิตให้ (OEM) และมีแผนจะออกรสชาติใหม่อีก 2 รสชาติในเดือน มิ.ย. และ 4Q20

ในแง่ภาพอุตสาหกรรมพบว่า ประเทศไทยมีการบริโภคนมราว 18 ลิตร/คน/ปี ต่ำกว่าเอเชียและโลกที่บริโภค 66 ลิตร/คน/ปี และ 113 ลิตร/คน/ปี ตามลำดับ และยังต่ำกว่าระดับที่ WHO แนะนำให้บริโภค 35 ลิตร/คน/ปี ในขณะที่มูลค่าตลาดนมในไทยอยู่ที่ราว 1.6 หมื่นล้านบาท/ปี หาก TKN ทำได้สำเร็จตามเป้าที่ 20 ล้านบาท คาดจะมีรายได้ราว 400 ล้านบาท คิดเป็น 2.5% ของมูลค่าตลาดนม ทั้งนี้บริษัทอยู่ระหว่างศึกษาและประเมินความคุ้มค่าในการลงทุนติดตั้งเครื่องจักรผลิตนมเอง คาดให้เห็นความชัดเจนใน 2H21

### สินค้าใหม่ล่าสุด ซานมได้หัวน Just Drink



Source: Facebook: Just Drink Thailand

### ตลาดจีนยังสะดุดระยะสั้น และคาดว่าจะฟื้นใน 2Q21

ตลาดส่งออกจีนถือเป็นตลาดหลักของบริษัทด้วยสัดส่วนรายได้ราว 39% - 40% ของรายได้รวม และก่อนหน้าปี 2019 มีอัตราการเติบโตที่ดีต่อเนื่องมาโดยตลอด แต่ในปี 2019 ได้ประสบปัญหา Distributor ทำให้รายได้จากจีนลดลงราว 13% Y-Y ถัดมาใน 4Q19 บริษัทได้จับมือกับพันธมิตร Orion และเริ่มบุกตลาดจีนอีกครั้ง โดยช่องทางการจำหน่ายที่ Orion เชี่ยวชาญคือ Modern Trade คิดเป็น 73% ของรายได้ส่งออกไปจีน รองมาคือ Tradition Trade 24% และกำลังขยายเข้าสู่ช่องทาง Online หรือ E-Commerce ที่ปัจจุบันสัดส่วนยังไม่มากนักเพียง 3% ของรายได้ในจีน แต่มีแนวโน้มการเติบโตดีในอนาคต โดยบริษัทตั้งเป้ารายได้ส่วนนี้จะขยับขึ้นเป็น 15% ภายในปีนี้ ถือว่า Aggressive พอสมควร



## ช่องทางการจำหน่ายสินค้าในประเทศจีน ผ่าน Orion



Source: TKN's Presentation

สำหรับการฟื้นตัวของรายได้ในจีนถือว่าเริ่มชะงักตั้งแต่ 1H20 จากปัญหา COVID-19 ที่กระทบกำลังซื้อและการขนส่งชั่วคราว และสถานการณ์ล่าสุดยังไม่คลี่คลายนัก เพราะได้เกิด COVID-19 ระบาดรอบสอง โดยเฉพาะโซนหลักอย่างปักกิ่ง ทำให้คำสั่งซื้อยังฟื้นตัวช้า รักษาระดับได้เพียงคงที่ นอกจากนี้ยังถูกซ้ำเติมด้วยปัญหาเรือขนส่งขาดแคลน ทำให้การรับรู้รายได้ยังถูกเลื่อนออกไป เราคาดว่ารายได้ส่งออกไปจีนในปี 2020 จะลดลงราว -14.8% Y-Y และน่าจะยังไม่ฟื้นคืนใน 1Q21 โดยผู้บริหารระบุว่าปัญหาเรือขนส่งขาดแคลนจะเริ่มคลี่คลายช่วงปลาย 1Q21 - ต้น 2Q21 และคาดว่าจะส่งออกไปจีนจะกลับมาฟื้นตัวใน 2Q21 เป็นต้นไป

## อยู่ระหว่างรวมโรงงาน และลดต้นทุนการผลิต

บริษัทได้เริ่มย้ายการผลิตสาขาจากโรงงานพวงค์ มายังโรงงานที่โรงงานตั้งแต่ปลายปี 2020 และคาดว่าจะแล้วเสร็จในช่วงกลางปี 2021 เพื่อให้ได้ประโยชน์จาก Economies of Scale, ค่าใช้จ่ายพนักงานจะลดลง โดยคาดว่าจะลดจำนวนพนักงานจะลดลงราว 1,000 คน จาก 3,000 คนในปี 2019 เหลือ 2,000 คนในปี 2021 และคาดว่าจะได้ประโยชน์จากอัตราภาษีจ่ายลดลง เพราะโรงงานใหม่ได้ BOI ทั้งนี้บริษัทมีแผนปรับโรงงานพวงค์เพื่อรองรับการผลิต Plant-based snack คาดได้เห็นสินค้าใหม่อย่างรวดเร็วในช่วงปลายปี 2021 และอาจเตรียมพื้นที่ไว้สำหรับเครื่องจักรผลิตขนม นอกจากนี้ คาดต้นทุนสาขานี้ในปีนี้จะปรับลดลงได้อีกราว 3% - 4% Y-Y จากการใช้สาขาผลิตใหม่ที่ดินทุนถูกลงได้เกือบเต็มปี แม้สต็อกที่มีอยู่ในปัจจุบันจะพอใช้ถึง 3Q21 แต่อยู่ระหว่างเตรียมเจรจากับ Supplier คาดต้นทุนใหม่จะทรงตัวหรือถูกกว่าเดิม โดยบริษัทตั้งเป้าจะเพิ่มอัตรากำไรขั้นต้นขึ้นได้ราว 2% - 3% อย่างไรก็ตาม ในแง่การย้ายโรงงานคงเหลือค่าใช้จ่ายที่ต้องรับรู้ในปีนี้อีกราว 90 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากที่รับรู้ในปี 2020 แล้วราว 100 ล้านบาท

## ระยะสั้นคาดว่าจะ 4Q20 ยังไม่สดใส

ค่ากำไรปกติ 4Q20 อยู่ที่ 76 ล้านบาท (-8.4% Q-Q, -42.4% Y-Y) น่าจะยังไม่สดใสและฟื้นตัวช้ากว่าที่เคยคาดไว้ เพราะประสบปัญหา 1. COVID-19 ระบาดรอบสองทั้งในไทย และจีน รวมถึงอีกหลายประเทศ ทำให้คำสั่งซื้อฟื้นตัวช้า 2. ติดปัญหาขาดแคลนเรือขนส่ง ทำให้รับรู้รายได้ล่าช้าออกไป และ 3. ยังต้องรับรู้ค่าใช้จ่ายการปิดสาขา TKN Land และการย้ายโรงงาน ค่าใช้จ่ายรวมไตรมาส +4% Q-Q และ -26% Y-Y และคาดว่าจะอัตรากำไรขั้นต้นยังอยู่ในระดับต่ำ 27% ใกล้เคียง 3Q20 และต่ำกว่า 28.4% ใน 4Q19 ส่วนค่าใช้จ่ายคาดปรับขึ้น Q-Q แต่ยังลดลง Y-Y เพราะยังมีการควบคุมค่าใช้จ่ายอย่างเข้มงวดนับตั้งแต่เกิด COVID-19 ด้วยแนวโน้มการฟื้นตัวที่ช้ากว่าคาด เราจึงปรับลดกำไรปกติปี 2020 ลง 26% เป็น 336 ล้านบาท (-14.1% Y-Y) เป็นระดับกำไรต่ำสุดในรอบ 6 ปี

**4Q20E Earnings Preview**

| (Bt=mn)            | 4Q20E | 3Q20 | %Q-Q  | 4Q19  | %Y-Y  |
|--------------------|-------|------|-------|-------|-------|
| Sales revenue      | 1,018 | 979  | 4.0   | 1,375 | -26.0 |
| Costs              | 743   | 713  | 4.2   | 984   | -24.5 |
| Gross profit       | 275   | 265  | 3.8   | 391   | -29.7 |
| SG&A costs         | 193   | 168  | 14.9  | 291   | -33.7 |
| Interest charge    | 5.0   | 3.8  | 31.6  | 5.8   | -13.8 |
| Norm profit        | 76    | 83   | -8.4  | 132   | -42.4 |
| Net profit         | 76    | 89   | -14.6 | 114   | -33.3 |
| Gross margin %     | 27.0  | 27.1 | -0.1  | 28.4  | -1.4  |
| SG&A as % of Sales | 19.0  | 17.2 | 1.8   | 21.2  | -2.2  |
| Net margin %       | 7.5   | 9.1  | -1.6  | 8.3   | -0.8  |

Source: FSS Estimates

**คาดการณ์จะเริ่มฟื้นตัวชัดเจนใน 2Q21 และกลับมาโตสูงในปีที่**

เราคาดหวังการฟื้นตัวของกำไรในช่วง 1Q21 แต่อาจยังเป็นการทยอยฟื้นตัว เพราะปัญหาเรือขนส่งขาดแคลนในจีน และคาดการณ์การฟื้นตัวจะเร่งตัวขึ้นใน 2Q21 รวมถึงจะเริ่มรับรู้รายได้จากฐานมียอดขายสำคัญมากขึ้น ภายหลังกระจายไปได้ครบ 12,000 สาขาทั่วประเทศ ทั้งนี้เราคาดการณ์ได้จากธุรกิจสาขาหายจะฟื้นตัวราว 17% Y-Y จากทั้งรายได้ในประเทศและส่งออก ส่วนหนึ่งมาจากฐานที่ต่ำมากในปีก่อน และคาดสินค้าใหม่จะหนุนการเติบโตได้ แต่ยังเป็นระดับที่ต่ำกว่าในอดีต โดยเฉพาะรายได้ในประเทศที่เราคาดว่าจะดีขึ้นมาอยู่ที่ 1,551 ล้านบาท แต่ต่ำกว่าก่อนเกิด COVID-19 ที่มีรายได้ต่อปีสูงราว 2,100 ล้านบาท

ในส่วนของสมมติฐานรายได้ขานมเราคาดว่าจะไว้ที่ 15 ล้านขวด ต่ำกว่าเป้าหมายของผู้บริหาร 25% คาดมีรายได้ที่ 300 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วน 6% ของรายได้รวมปี 2021 และเป็นสินค้าที่มีอัตรากำไรขั้นสูงกว่าธุรกิจเดิม กอปรกับต้นทุนสาขาที่ถูกลง จึงคาดอัตรากำไรขั้นต้นจะปรับขึ้นมาอยู่ที่ 31.1% สูงกว่าเดิมที่เคยคาดไว้ 30% แต่ยังเป็นระดับที่ต่ำกว่าในอดีตราว 34% - 35% ในขณะที่ค่าใช้จ่ายจะกลับมาปรับขึ้น 25% Y-Y เพราะน่าจะต้องมีการทำการตลาดมากขึ้น แต่บริษัทยังเน้นนโยบายคุมค่าใช้จ่ายอย่างเข้มงวดตามเดิม จึงคาดสัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้จะอยู่ที่ราว 18% ดังนั้นเราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรปกติปี 2021 ขึ้น 11% เป็น 647 ล้านบาท (+92.8% Y-Y) และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 14 บาท จากเดิม 12 บาท (อิง PE เดิม 28 เท่า) ทั้งนี้เราคาดมีกำไรจากธุรกิจขานมราว 45 ล้านบาท หรือคิดเป็นราคาเป้าหมายที่ 1 บาท/หุ้น

**การเปลี่ยนแปลงสมมติฐานที่ใช้ในการคาดการณ์ผลการดำเนินงาน TKN**

| Assumptions           | Current |       |       | Previous |       |       |
|-----------------------|---------|-------|-------|----------|-------|-------|
|                       | 2020E   | 2021E | 2022E | 2020E    | 2021E | 2022E |
| Seaweed Snack         |         |       |       |          |       |       |
| -Domestic Sale        | 1,288   | 1,551 | 1,613 | 2,120    | 2,298 | 2,390 |
| -Export Sale          | 2,830   | 3,297 | 3,667 | 3,147    | 3,600 | 3,981 |
| -China Sale           | 1,624   | 1,892 | 2,090 | 1,676    | 2,012 | 2,414 |
| Milk Tea / Just Drink | --      | 300   | 400   | --       | --    | --    |
| Total Sales (bt mn)   | 4,118   | 5,147 | 5,765 | 5,267    | 5,899 | 6,371 |
| % Y-Y Growth          | -21.8   | 25.0  | 12.0  | 0.0      | 12.0  | 8.0   |
| % Gross Margin        | 27.2    | 31.1  | 31.3  | 28.0     | 30.0  | 30.5  |
| SG&A (bt mn)          | 739     | 927   | 1,038 | 1,011    | 1,180 | 1,274 |
| % SG&A to sales       | 17.9    | 18.0  | 18.0  | 19.2     | 20.0  | 20.0  |
| Norm Profit (bt mn)   | 336     | 647   | 741   | 455      | 585   | 663   |
| % Y-Y Growth          | -14.1   | 92.8  | 14.5  | 16.4     | 28.6  | 13.4  |

Source: Company Data, FSS Research

## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

### ความเสี่ยงจากการพึ่งพาลูกค้ารายใหญ่

บริษัทมีการขายสินค้าให้กับลูกค้ารายใหญ่ในประเทศ 2 ราย ซึ่งมีรายได้มากกว่า 10% ของรายได้ในประเทศ ได้แก่ ร้านสะดวกซื้อ 1 ราย และผู้แทนจำหน่าย 1 ราย ซึ่งหากลูกค้า 2 รายดังกล่าวลดหรือยกเลิกการสั่งซื้อสินค้าจากทางบริษัท อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้

### ความเสี่ยงจากการจำหน่ายในประเทศจีน

บริษัทมีสัดส่วนการขายในประเทศจีนราว 36% ของรายได้รวม ทำให้มีความเสี่ยงหากมีการเปลี่ยนแปลงในประเทศจีน ไม่ว่าจะเป็น พฤติกรรมของผู้บริโภคชาวจีน, สินค้าลอกเลียนแบบ, เกิดปัญหาขัดแย้งกับ Distributor หรือการเปลี่ยนแปลงนโยบายของภาครัฐ เป็นต้น

### ความเสี่ยงจากการแข่งขันในอุตสาหกรรม

ตลาดขนมขบเคี้ยวในประเทศถือเป็นอุตสาหกรรมที่มีการแข่งขันระดับหนึ่ง จากจำนวนผู้ประกอบการที่ค่อนข้างมาก และมีการพัฒนาสินค้าใหม่ออกมาอย่างสม่ำเสมอ รวมถึงมีการทำโปรโมชั่นแข่งขันด้านราคากันระดับหนึ่ง ถือเป็นความเสี่ยงที่อาจกระทบต่อผลประกอบการของบริษัท หากไม่สามารถปรับตัวเปลี่ยนแปลงให้ทันความต้องการของผู้บริโภคได้

### ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

วัตถุดิบหลักของบริษัทคือ สาหร่าย โดยสัดส่วนกว่า 90% เป็นการสั่งซื้อจากประเทศเกาหลี ซึ่งจัดเป็นสินค้าเกษตรมีความผันผวนของราคา ขึ้นอยู่กับการเปลี่ยนแปลงของปริมาณผลผลิตในแต่ละปีที่ขึ้นอยู่กับสภาพอากาศ และความสามารถในการผลิต ดังนั้นหากราคาสาหร่ายปรับตัวสูงขึ้น หรือเกิดปัญหาขาดแคลนวัตถุดิบ จะกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญได้

### ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

เนื่องจากบริษัทมีรายได้หลักมาจากการส่งออกราว 60% ของรายได้รวม และรับรู้เงินสกุลเงินต่างประเทศ ในขณะที่มีการนำเข้าวัตถุดิบสาหร่ายจากต่างประเทศ ทำให้เกิดการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนแบบธรรมชาติ (Natural Hedge) นอกจากนี้ยังมีการใช้เครื่องมือทางการเงินเช่น Forward Contract ในการป้องกันความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนอีกทางหนึ่ง

### ความเสี่ยงจากการเสื่อมสภาพของสินค้า

สินค้าของบริษัทคือ ขนมขบเคี้ยวประเภทสาหร่าย ซึ่งมีอายุการจัดเก็บเฉลี่ย 12 เดือน จึงต้องมีการบริหารจัดการทั้งด้านการผลิต และการจัดเก็บสินค้าคงคลังให้อยู่ในปริมาณที่เหมาะสม และหากในกรณีที่สินค้าคงคลังมีแนวโน้มที่จะมีอายุสูง ทางฝ่ายคลังสินค้าจะดำเนินการประสานงานฝ่ายขายและการตลาดเริ่มดำเนินการขายสินค้าดังกล่าว

**Income Statement (Consolidated)**

| (Bt mn)             | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Revenue             | 5,663 | 5,267 | 4,118 | 5,147 | 5,765 |
| Cost of sales       | 3,933 | 3,786 | 2,999 | 3,549 | 3,959 |
| Gross profit        | 1,730 | 1,480 | 1,119 | 1,598 | 1,806 |
| SG&A                | 1,219 | 1,112 | 739   | 927   | 1,038 |
| Operating profit    | 511   | 369   | 380   | 672   | 768   |
| Other income        | 35    | 30    | 15    | 29    | 32    |
| EBIT                | 546   | 398   | 395   | 701   | 800   |
| EBITDA              | 670   | 562   | 568   | 884   | 994   |
| Interest charge     | 20    | 26    | 19    | 19    | 20    |
| Tax on income       | 67    | 11    | 40    | 34    | 39    |
| Earnings after tax  | 459   | 361   | 336   | 647   | 741   |
| Minority interest   | 3     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Normalized earnings | 601   | 391   | 336   | 647   | 741   |
| Extraordinary items | -142  | -29   | 4     | 0     | 0     |
| Net profit          | 459   | 362   | 340   | 647   | 741   |

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

| (Bt mn)                   | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Net profit                | 459  | 362  | 340   | 647   | 741   |
| Deprec. & amortization    | 124  | 163  | 173   | 183   | 193   |
| Change in working capital | -748 | -59  | 200   | -82   | -180  |
| Other adjustments         | 6    | -4   | 0     | 0     | 0     |
| Cash flow from operations | -159 | 462  | 713   | 749   | 755   |
| Capital expenditure       | -147 | -26  | -198  | -200  | -200  |
| Others                    | -67  | -38  | 34    | -21   | -12   |
| Cash flow from investing  | -214 | -65  | -164  | -221  | -212  |
| Free cash flow            | -373 | 397  | 549   | 528   | 543   |
| Net borrowings            | 455  | -45  | -229  | 35    | 130   |
| Equity capital raised     | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Dividends paid            | -471 | -384 | -306  | -583  | -593  |
| Others                    | -8   | 32   | -18   | 2     | 1     |
| Cash flow from financing  | -24  | -396 | -553  | -546  | -462  |
| Net change in cash        | -397 | 1    | -4    | -17   | 81    |

**Balance Sheet (Consolidated)**

| (Bt mn)                     | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Cash                        | 183   | 170   | 166   | 149   | 230   |
| Accounts receivable         | 696   | 919   | 846   | 917   | 1,027 |
| Inventory                   | 1,427 | 1,333 | 1,068 | 1,167 | 1,302 |
| Other current assets        | 157   | 47    | 41    | 51    | 58    |
| Total current assets        | 2,463 | 2,469 | 2,121 | 2,284 | 2,615 |
| Investments                 | 30    | 40    | 40    | 40    | 40    |
| Plant, property & equipment | 1,158 | 1,019 | 1,045 | 1,062 | 1,069 |
| Other assets                | 137   | 179   | 145   | 165   | 178   |
| Total assets                | 3,787 | 3,707 | 3,351 | 3,551 | 3,902 |
| Short-term loans            | 881   | 855   | 622   | 657   | 787   |
| Accounts payable            | 657   | 604   | 477   | 564   | 629   |
| Current maturities          | 0     | 24    | 23    | 23    | 23    |
| Other current liabilities   | 44    | 57    | 41    | 51    | 58    |
| Total current liabilities   | 1,583 | 1,540 | 1,163 | 1,295 | 1,497 |
| Long-term debt              | 19    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Other non-current liab.     | 17    | 25    | 8     | 10    | 12    |
| Total non-current liab.     | 37    | 25    | 8     | 10    | 12    |
| Total liabilities           | 1,619 | 1,565 | 1,171 | 1,306 | 1,508 |
| Registered capital          | 345   | 345   | 345   | 345   | 345   |
| Paid up capital             | 345   | 345   | 345   | 345   | 345   |
| Share premium               | 1,315 | 1,315 | 1,315 | 1,315 | 1,315 |
| Legal reserve               | 35    | 35    | 35    | 35    | 35    |
| Retained earnings           | 469   | 446   | 482   | 547   | 695   |
| Minority Interests          | 4     | 0     | 4     | 4     | 4     |
| Shareholders' equity        | 2,168 | 2,141 | 2,180 | 2,245 | 2,393 |

**Important Ratios (Consolidated)**

|                            | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Growth (%)</b>          |       |       |       |       |       |
| Revenue                    | 7.6   | -7.0  | -21.8 | 25.0  | 12.0  |
| EBITDA                     | -29.0 | -16.1 | 1.2   | 55.5  | 12.4  |
| Net profit                 | -24.5 | -21.2 | -6.2  | 90.6  | 14.5  |
| Normalized earnings        | -7.7  | -35.0 | -14.1 | 92.8  | 14.5  |
| <b>Profitability (%)</b>   |       |       |       |       |       |
| Gross profit margin        | 30.5  | 28.1  | 27.2  | 31.1  | 31.3  |
| EBITDA margin              | 11.8  | 10.7  | 13.8  | 17.2  | 17.2  |
| EBIT margin                | 9.6   | 7.6   | 9.6   | 13.6  | 13.9  |
| Normalized profit margin   | 10.6  | 7.4   | 8.2   | 12.6  | 12.9  |
| Net profit margin          | 8.1   | 6.9   | 8.2   | 12.6  | 12.9  |
| Normalized ROA             | 15.9  | 10.5  | 10.0  | 18.2  | 19.0  |
| Normalize ROE              | 27.8  | 18.3  | 15.4  | 28.9  | 31.0  |
| Normalized ROCE            | 24.8  | 18.4  | 18.1  | 31.1  | 33.3  |
| <b>Risk (x)</b>            |       |       |       |       |       |
| D/E                        | 0.7   | 0.7   | 0.5   | 0.6   | 0.6   |
| Net D/E                    | 0.7   | 0.7   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| Net debt/EBITDA            | 2.2   | 2.5   | 1.8   | 1.3   | 1.3   |
| <b>Per share data (Bt)</b> |       |       |       |       |       |
| Reported EPS               | 0.33  | 0.26  | 0.25  | 0.47  | 0.54  |
| Normalized EPS             | 0.44  | 0.28  | 0.24  | 0.47  | 0.54  |
| EBITDA                     | 0.49  | 0.41  | 0.41  | 0.64  | 0.72  |
| Book value                 | 1.57  | 1.55  | 1.58  | 1.62  | 1.73  |
| Dividend                   | 0.34  | 0.26  | 0.22  | 0.42  | 0.43  |
| Par                        | 0.25  | 0.25  | 0.25  | 0.25  | 0.25  |
| <b>Valuations (x)</b>      |       |       |       |       |       |
| P/E                        | 34.3  | 43.5  | 46.3  | 24.3  | 21.2  |
| Norm P/E                   | 26.2  | 40.3  | 46.8  | 24.3  | 21.2  |
| P/BV                       | 7.3   | 7.3   | 7.2   | 7.0   | 6.6   |
| EV/EBITDA                  | 25.6  | 30.5  | 29.4  | 19.1  | 17.1  |
| Dividend yield (%)         | 3.0   | 2.3   | 1.9   | 3.7   | 3.8   |

Source: Company data, FSS research



**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

|                                                                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                 |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>สำนักงานใหญ่</b><br>999/9 อาคารดี ออฟฟิศ แอท<br>เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25<br>ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน<br>เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-658-9000, 02-658-9500                     | <b>สำนักงานอัลมาลิ่งค์</b><br>25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15<br>ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี<br>เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-646-9600, 02-646-9999                       | <b>สำนักงานอัมรินทร์ ทาวเวอร์</b><br>496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์<br>ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี<br>เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-660-5000, 02-264-6000 | <b>สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1</b><br>7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า<br>ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1<br>ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์<br>เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-878-5999 | <b>สาขา บางกระบือ</b><br>3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3<br>ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว<br>แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ<br>จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-378-4545 |
| <b>สาขา บางนา</b><br>589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1<br>ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105<br>(เดิม 1093/105)<br>ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา<br>เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-740-7100 | <b>สาขา มินท์ ทาวเวอร์</b><br>ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9<br>อาคาร มินท์ ทาวเวอร์<br>เลขที่ 719 ถนนบรรทัดทอง<br>แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน<br>จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-680-0700 | <b>สาขา สิ้นธร 1</b><br>130-132 อาคารสิ้นธร ทาวเวอร์ 1<br>ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี<br>เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-690-4100                                | <b>สาขา เคียนหวน (สิ้นธร 2)</b><br>140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18<br>ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี<br>เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-254-1717                                                       | <b>สาขา ประชาชื่น</b><br>105/1 อาคารบี ชั้น 4<br>ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว<br>เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-580-9130                      |
| <b>สาขา สาทร</b><br>เลขที่ 48/32 ชั้น 16<br>อาคารทีเอสโกทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ<br>แขวงสีลม เขตบางรัก<br>จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-036-4859                                                  | <b>สาขา รังสิต</b><br>1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17<br>ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน<br>ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี<br>02-993-8180                                                   | <b>สาขา รัตนาธิเบศร์</b><br>576 ถ.รัตนาธิเบศร์<br>ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี<br>จ.นนทบุรี<br>02-831-8300                                                         | <b>สาขา แจ้งวัฒนะ</b><br>99, 99/9<br>เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์<br>บูติลเลขที่ 1904 ชั้น 19<br>หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด<br>ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี<br>02-005-4193                    | <b>สาขา สมุทรสาคร</b><br>เลขที่ 813/30 ถนนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย<br>อำเภอเมืองสมุทรสาคร<br>จ.สมุทรสาคร<br>034-428-045                               |
| <b>สาขา ขอนแก่น</b><br>311/1<br>ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร)<br>ต. ในเมือง<br>อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น<br>043-058-925                                                              | <b>สาขา อุดรธานี</b><br>197/29, 213/3<br>ถ.อุดรชัย ถ. หมากแข้ง<br>อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี<br>042-245-589                                                                      | <b>สาขา เชียงใหม่</b><br>310<br>หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์<br>ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน<br>อ.เมือง จ.เชียงใหม่<br>053-235-889, 053-204-711                               | <b>สาขา เชียงราย</b><br>353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก<br>อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย<br>053-750-120                                                                                                 | <b>สาขา แม่สาย</b><br>119 หมู่ 10 ต.แม่สาย<br>อ.แม่สาย จ.เชียงราย<br>053-640-599                                                                |
| <b>สาขา นครราชสีมา</b><br>198/1 ตรอกสมอราย<br>ต.ในเมือง<br>อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา<br>044-288-700, 044-014-322,<br>044-014-323                                                  | <b>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต</b><br>22/18<br>ถ.หลวงพ่อดำคลอง<br>ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต<br>จ.ภูเก็ต<br>076-210-499                                                                     | <b>สาขา หาดใหญ่</b><br>106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย<br>ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา<br>074-243-777                                                                   | <b>สาขา ตรัง</b><br>59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง<br>อ.เมืองตรัง จ.ตรัง<br>075-211-219                                                                                                       | <b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b><br>173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่<br>ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี<br>จ.สุราษฎร์ธานี<br>077-222-595            |
| <b>สาขา บิดดาบ</b><br>300/69-70 หมู่ 4 ต.รูสมะมีแล<br>อ.เมือง จ.บิดดาบ<br>073-350-140-4                                                                                                |                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                 |

**คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน**

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

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

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSJ, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCO, 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