

RBF (RBF TB)

BUY

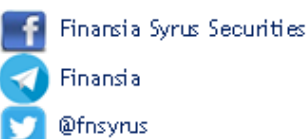
บมจ. อาร์ แอนด์ บี ฟู้ด ซัพพลาย

Previous	BUY
2022 Target Price (Bt)	17.0
Price (25/02/2021)	14.60
up/downside (%)	+16.4
SET Index	1,496.78
Sector	Food & Beverage
Foreign limit/actual (%)	49.00/3.75
Free float (%)	27.56
Market cap (Bt m)	29,200.00
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	254.77
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	14.60, 8.35, 10.95
IOD 2020	3
THAI CAC	N/A

Consolidated earnings				
BT (mn)	2019	2020	2021E	2022E
Revenue	2,865	3,172	3,651	4,334
Normalized profit	383	539	694	965
Net profit	353	519	629	965
EPS (Bt) - norm	0.19	0.27	0.35	0.48
EPS (Bt)- reported	0.22	0.26	0.31	0.48
% growth y-y	-15.4	18.0	21.2	53.4
Dividend/share (Bt)	0.15	0.15	0.19	0.29
BV/share (Bt)	1.94	2.05	2.17	2.36
EV/EBITDA (x)	43.9	34.4	26.8	21.2
PER (x) - norm	76.3	54.2	42.1	30.3
PER (x)	66.4	56.3	46.4	30.3
PBV (x)	7.5	7.1	6.7	6.2
Dividend yield (%)	1.0	1.0	1.3	2.0
ROE (%)	9.9	13.2	16.0	20.4
YE No. of shares (million)	2,000	2,000	2,000	2,000
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

Source: Company data, FSS estimates

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



Exit โรงแรมและกัญชง หนุนกำไรโตเด่นปี 2022

เราปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 17 บาท เพื่อให้สะท้อนมูลค่าที่แท้จริงในขนาดที่ไม่มียุทธศาสตร์แล้ว ภายหลังบอร์ดมีมติให้ขายโรงแรมทั้ง 2 แห่ง คาดแล้วเสร็จใน 2Q21 เรามองบวก โดย 1Q21 จะเป็นไตรมาสสุดท้ายที่รับรู้ขาดทุนโรงแรมจำนวนมาก รวมถึงอาจมีการตั้งต้อยค่า ซึ่งมองเป็นจุดต่ำสุดของปี และกำไรจะเริ่มยกฐานขึ้นใน 2Q21 ทั้งนี้เราปรับเพิ่มกำไรปี 2021-22 ขึ้น 5.3%-29% เป็นโต 29% Y-Y และ 39% Y-Y ตามลำดับ เพราะไม่ต้องรับรู้ขาดทุนโรงแรมปีละ 60-70 ล้านบาทอีกต่อไป และคาดเห็นรายได้ Flavor เร่งตัวขึ้นในปี 2022 จากการขยายธุรกิจร่วมกับ San-Ei Gen และหากโรงสกัดของบริษัทได้รับอนุญาตให้สกัดกัญชงได้ตามแผน คาดบริษัทจะเริ่มรับรู้รายได้ตั้งแต่ 2Q21-3Q21 เป็นอย่างเร็ว

กำไร 4Q20 ตามคาด จบปี 2020 มีกำไรโตน่าประทับใจ

กำไรสุทธิ 4Q20 เท่ากับ 122 ล้านบาท (-13.5% Q-Q, +74.3% Y-Y) หากไม่รวมขาดทุนทางด้านเครดิตที่คาดว่าจะเกิด จะมีกำไรปกติ 129 ล้านบาท (-13.4% Q-Q, +84.3% Y-Y) ไกลเคียงคาด (เรคาดไว้ 131 ล้านบาท) จบปี 2020 มีกำไรปกติ 539 ล้านบาท (+40.7% Y-Y) เป็นผลประกอบการที่น่าประทับใจ แม้ธุรกิจโรงแรมจะถูกกระทบ COVID-19 แต่ธุรกิจอาหารที่สดใสสามารถหักล้างผลลบได้หมด หากไม่รวมธุรกิจโรงแรมที่ขาดทุนราว 70 ล้านบาท พบว่ากำไรปี 2020 จะสูงถึง 609 ล้านบาท

บอร์ดมีมติให้ขายโรงแรม เรามองบวก

คณะกรรมการมีมติให้จำหน่ายสิทธิการเช่าโรงแรมทั้ง 2 แห่ง โดยจะจำหน่ายโรงแรม Novotel ชุมพร ให้กับ JPS 87 ล้านบาท และจำหน่ายโรงแรม Ibis เชียงใหม่ให้กับ RKBG 185 ล้านบาท รวม 2 แห่ง 272 ล้านบาท ไกลเคียงกับมูลค่าทางบัญชีสิ้นปี 2020 ที่ 268 ล้านบาท จึงคาดไม่เกิดกำไรขาดทุนจากการจำหน่ายอย่างมีนัยสำคัญ ธุรกรรมครั้งนี้เป็นการขายโรงแรมให้กับผู้มีส่วนได้เสีย โดยผู้ถือหุ้น JPS และ RKBG คือ ครอบครัวรัตนภูมิภิญโญ ปัจจุบันเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ RBF สัดส่วน 71.62% เรามองเป็นบวกต่อธุรกรรมครั้งนี้เพราะไม่ต้องแบกรับผลขาดทุนจากธุรกิจโรงแรมปีละ 60-70 ล้านบาทอีกต่อไป และจะได้มุ่งเน้นธุรกิจอาหารซึ่งเป็นธุรกิจหลักของบริษัท คาดแล้วเสร็จใน 2Q21 โดยต้องขออนุมัติจากผู้ถือหุ้นในวันที่ 24 เม.ย. นี้

มองกำไร 1Q21 เป็นจุดต่ำสุดของปี และจะยกฐานขึ้นตั้งแต่ 2Q21 เป็นต้นไป

ระยะสั้น คาดกำไร 1Q21 จะปรับลงแรง -22% Q-Q, -36% Y-Y มาอยู่ที่ 94 ล้านบาท เพราะอาจต้องรับรู้ต้อยค่าธุรกิจโรงแรมใน 1Q21 (ปี 2020 ใช้มาตรการผ่อนปรนไม่นำข้อมูลเกี่ยวกับ COVID-19 มาประเมิน) และเมื่อขายแล้วเสร็จ คาดกำไรของบริษัทจะยกฐานขึ้นตั้งแต่ 2Q21 - 3Q21 เป็นต้นไป

ปรับเพิ่มประมาณการกำไร และปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2022

เราปรับเพิ่มกำไรปี 2021-22 ขึ้น 5.3% และ 29% เป็น 694 ล้านบาท (+29% Y-Y) และ 965 ล้านบาท (+39% Y-Y) โดย 1. ถอดโรงแรมออกจากประมาณการ 2. บริษัทส่งสัญญาณการร่วมมือขยายธุรกิจกับพันธมิตร San-Ei Gen จากการแต่งตั้งนายอากิโอะ คิชิ (ตัวแทน San-Ei Gen) เป็นกรรมการบริษัท คาดจะเริ่มรับรู้รายได้ Flavors จาก San-Ei Gen ตั้งแต่ 2Q21 และ 3. มีประกาศราชกิจจานุเบกษาให้ใช้กัญชงในอาหารและเครื่องดื่มได้ตั้งแต่ 26 ก.พ. 21 เป็นต้นไป เรามองว่า RBF มีความพร้อมและศักยภาพในการเข้าสู่ธุรกิจกัญชงตั้งแต่ต้นน้ำถึงปลายน้ำ คาดว่าจะขออนุญาตที่กลางน้ำก่อน เพราะมีโรงสกัดตั้งอยู่ที่อยุธยา เรามองว่าบริษัทน่าจะได้รับการติดต่อจากผู้ประกอบการอาหารเครื่องดื่มจำนวนมาก เพราะผู้ประกอบการต่างประกาศแผนการพัฒนาสินค้าที่มีส่วนผสมของกัญชงแทบทุกราย และพร้อมที่จะนำเสนอผลิตภัณฑ์สู่ผู้บริโภคได้อย่างเร็วใน 2Q21 เราเชื่อว่าบริษัทจะสามารถรับรู้รายได้จากขายวัตถุดิบที่ได้จากการสกัดเป็นรายแรกๆหากได้รับอนุญาตตามแผน

เราปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 17 บาท (อิง PE เดิม 35 เท่า) เนื่องด้วยบริษัทอาจต้องรับรู้ต้อยค่าธุรกิจโรงแรมใน 1Q21 และยังต้องรับรู้ขาดทุนผลการดำเนินงานของโรงแรมอีก 1-2 ไตรมาส จนกว่าธุรกรรมการขายจะแล้วเสร็จ จึงมองว่าการปรับใช้ราคาเป้าหมายในปี 2022 โดยไม่มีผลกระทบจากธุรกิจโรงแรมแล้ว น่าจะสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทได้เหมาะสมกว่า

Company Overview

RBF ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายวัตถุดิบที่ใช้เป็นส่วนผสมในอาหาร โดยแบ่งเป็น 6 กลุ่มผลิตภัณฑ์ ดังนี้

1. กลุ่มวัตถุดิบแต่งกลิ่นและสีผสมอาหาร
2. กลุ่มแป้งและซอส
3. กลุ่มผลิตภัณฑ์อบแห้ง
4. กลุ่มผลิตภัณฑ์อาหารแช่แข็ง
5. กลุ่มบรรจุภัณฑ์พลาสติก
6. กลุ่มผลิตภัณฑ์เข้ามาขายไป สินค้าประเภท Food Additives

นอกจากนี้ยังมีธุรกิจโรงแรม 2 แห่งคือ โรงแรม Ibis เชียงใหม่ และโรงแรม Novotel ชุมพร โดยมีสัดส่วนรายได้จากธุรกิจโรงแรมราว 3% ของรายได้รวม (บริษัทอยู่ระหว่างขออนุมัติผู้ถือหุ้นขยายสิทธิการเข้าโรงแรมทั้ง 2 แห่ง) ในขณะที่รายได้หลัก 97% มาจากธุรกิจอาหาร ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการขายในประเทศ กลุ่มลูกค้าหลักคือ ผู้ผลิตอาหารและเครื่องดื่ม และมีรายได้จากการส่งออกราว 14% - 15% ของรายได้ธุรกิจอาหาร ปัจจุบันบริษัทมีโรงงานผลิตรวม 10 แห่งตั้งอยู่ที่ กทม. 1 แห่ง, ออยุธยา 6 แห่ง, เชียงใหม่ 1 แห่ง, เวียดนาม 1 แห่ง และอินโดนีเซีย 1 แห่ง

โครงสร้างรายได้แยกตามประเภทผลิตภัณฑ์	ปี 2560		ปี 2561		ปี 2562	
	ล้านบาท	%	ล้านบาท	%	ล้านบาท	%
รายได้จากการขาย	2,807.69	96.17%	2,632.52	95.74%	2,776.38	96.34%
1) วัตถุดิบแต่งกลิ่นรสและสีผสมอาหาร	1,061.19	36.35%	995.54	36.21%	1,038.82	36.05%
2) กลุ่มแป้งและซอส	902.56	30.92%	948.69	34.50%	1,025.71	35.59%
3) กลุ่มผลิตภัณฑ์อบแห้ง	155.91	5.34%	156.69	5.70%	172.31	5.98%
4) ผลิตภัณฑ์อาหารแช่แข็ง	121.26	4.15%	101.13	3.68%	98.81	3.43%
5) กลุ่มบรรจุภัณฑ์พลาสติก ¹	63.40	2.17%	44.48	1.61%	41.16	1.43%
6) กลุ่มผลิตภัณฑ์เข้ามาเพื่อจำหน่าย ²	503.37	17.24%	385.99	14.04%	399.57	13.86%
รายได้จากการประกอบธุรกิจโรงแรม	107.75	3.69%	105.73	3.85%	88.28	3.06%
รายได้จากการดำเนินงาน รวม	2,915.44	99.86%	2,738.25	99.59%	2,864.66	99.40%
รายได้อื่น ³	4.01	0.14%	11.34	0.41%	17.18	0.60%
รายได้รวม	2,919.45	100.00%	2,749.59	100.00%	2,881.84	100.00%

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ RBF โดยอิง PE 35 เท่า ไกล่เคียงค่าเฉลี่ยของผู้ประกอบการในธุรกิจที่คล้ายคลึงกันในประเทศ ได้แก่ Kerry Group (KYGA LN), International Flavors & Fragrance (IFF US) และ McCormick (MKC US) เป็นต้น และยังเป็นระดับ PE ที่ใกล้เคียง PE เฉลี่ยในอดีตของกลุ่มลูกค้าเครื่องดื่ม ซึ่งเป็นหนึ่งในลูกค้าหลักของ RBF เราจึงมองว่าเป็นระดับ PE ที่เหมาะสม

ESG

Environment

- RBF ให้ความสำคัญกับการดูแลรักษาสิ่งแวดล้อมอย่างดี ในส่วนโรงงานผลิตมีการกำจัดสิ่งปฏิกูลและวัสดุที่ไม่ใช้แล้ว โดยการรวบรวมและจ้างบุคคลภายนอกที่เป็นผู้รับเหมาที่ได้รับอนุญาตในการทิ้งขยะ และได้รับการรับรองระบบมาตรฐานการจัดการสิ่งแวดล้อมในการกำจัดเท่านั้น ในส่วนน้ำเสีย จะจัดการโดยผ่านตะแกรงดักเศษขยะ และให้ไหลมารวมกันในบ่อบำบัดน้ำเสีย และผ่านกระบวนการบำบัดน้ำเสีย
- ตลอดระยะเวลาที่ผ่านมา บริษัทไม่เคยมีข้อพิพาทหรือถูกฟ้องร้องดำเนินคดีเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อมในการดำเนินธุรกิจ และไม่เคยได้รับการเตือนหรือถูกปรับในเรื่องดังกล่าว เพราะได้ปฏิบัติตามกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อมอย่างเคร่งครัดมาโดยตลอด

Social

- บริษัทได้สร้างความสัมพันธ์อันดีระหว่างบริษัทและชุมชน เช่น การมอบทุนวิจัยในโครงการสกัดสารสำคัญจากพืชสมุนไพรให้กับมหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ และกิจกรรมมอบถุงพลาสติกให้ทางเทศบาลเพื่อรณรงค์ห้ามเผาป่า เป็นต้น
- บริษัทให้ความสำคัญกับการพัฒนาบุคลากร โดยมีการฝึกอบรมพนักงาน การสัมมนาประชุมทางวิชาการ การศึกษาดูงาน เพื่อเพิ่มพูนความรู้ความเข้าใจ และทักษะในการทำงาน เพื่อสร้างบุคลากรที่มีประสิทธิภาพให้กับองค์กรและสังคม

Governance

- บริษัทกำหนดแนวทางการดำเนินธุรกิจตามที่จัดทำโดยตลท.ที่กำหนดหลักการ 8 ข้อ 1. การประกอบกิจการด้วยความเป็นธรรม 2. การต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชัน 3. การเคารพสิทธิมนุษยชน 4. การปฏิบัติตามแรงงานอย่างเป็นธรรม 5. ความรับผิดชอบต่อผู้บริโภค 6. การดูแลรักษาสิ่งแวดล้อม 7. การร่วมพัฒนาชุมชนหรือสังคม และ 8. การมีนวัตกรรมและเผยแพร่นวัตกรรม
- บริษัทมีนโยบายไม่ให้พนักงาน ผู้บริหาร และผู้รับทราบข้อมูลภายใน ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัท ตั้งแต่วันที่ทราบข้อมูลจนถึงวันที่ข้อมูลได้เปิดเผยสู่สาธารณชนแล้ว และห้ามนำข้อมูลภายในที่ไม่ควรเปิดเผยไปเผยแพร่เพื่อเป็นการสร้างราคาให้กับหลักทรัพย์ในช่วง 1 เดือนก่อนที่งบการเงินจะเผยแพร่สู่สาธารณชน และ 1 วันหลังจากที่งบการเงินออกเผยแพร่

กำไร 4Q20 เป็นไปตามคาด

กำไรสุทธิ 4Q20 เท่ากับ 122 ล้านบาท (-13.5% Q-Q, +74.3% Y-Y) หากไม่รวมผลขาดทุนทางด้านเครดิต (จากมาตรฐานบัญชี TFRS9) 7 ล้านบาท จะมีกำไรปกติ 4Q20 เท่ากับ 129 ล้านบาท (-13.4% Q-Q, +84.3% Y-Y) ไก่เลี้ยงคาด (เรคาดไว้ 131 ล้านบาท) สาเหตุที่กำไรอ่อนตัวลง Q-Q ส่วนหนึ่งเป็นผลจาก Product Mix ของธุรกิจ Food ที่สามารถปรับเปลี่ยนระหว่างไตรมาสได้เป็นปกติ ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นรวมลดลงมาอยู่ที่ 37.3% จาก 41.2% ใน 3Q20 แต่ยังคงสูงกว่า 36% ใน 4Q19 ในขณะที่รายได้ยังทำได้ดีแม้จะมี COVID-19 รอบสองเกิดขึ้นในเดือน ธ.ค. แต่ลูกค้าธุรกิจอาหารไม่ได้ตกใจจนต้องชะลอคำสั่งซื้อเหมือนเดือน เม.ย. 2020 ที่เกิด COVID-19 รอบแรก

4Q20E Earnings Result

(Bt=mn)	4Q20	3Q20	%Q-Q	4Q19	%Y-Y	2020	2019	% Y-Y
Sales revenue	832	832	0.0	766	8.6	3,172	2,865	10.7
-Food	812	817	-0.6	741	9.6	3,117	2,776	12.3
-Hotel	20	15	33.3	25	-20.0	56	88	-36.4
Costs	521	489	6.5	490	6.3	1,888	1,774	6.4
Gross profit	311	343	-9.3	276	12.7	1,294	1,091	18.6
SG&A costs	170	157	8.3	188	-9.6	632	639	-1.1
Interest charge	2.94	2.75	7.0	3.85	-23.6	14.6	20.7	-29.5
Norm profit	129	149	-13.4	70	84.3	539	383	40.7
Net profit	122	141	-13.5	70	74.3	519	354	46.6
Gross margin %	37.3	41.2	-3.9	36.0	1.3	40.5	38.1	2.4
-Food	38.4	42.7	-4.3	37.4	1.0	41.9	39.9	2.0
-Hotel	-3.6	-37.7	34.1	-7.0	3.4	-42.2	-19.7	-22.5
SG&A as % of Sales	20.4	18.9	1.5	24.6	-4.2	19.9	22.3	-2.4
Norm margin %	15.5	17.9	-2.4	9.1	6.4	17.0	13.4	3.6
Net margin %	14.6	16.9	-2.3	9.1	5.5	16.4	12.3	4.1

Source: Company Data

กำไรปกติปี 2020 น่าประทับใจทำจุดสูงสุดใหม่ แม้ถูกกระทบ COVID-19

จบปี 2020 บริษัทมีกำไรสุทธิเท่ากับ 519 ล้านบาท (+46.6% Y-Y) หากไม่รวมผลขาดทุนทางด้านเครดิตที่คาดว่าจะเกิดขึ้น 20 ล้านบาท จะมีกำไรปกติทั้งปีเท่ากับ 539 ล้านบาท (+40.7% Y-Y) ถือเป็นผลประกอบการที่น่าประทับใจ แม้จะมี COVID-19 กระทบนักท่องเที่ยวโรงแรมที่ขาดทุนสุทธิเพิ่มขึ้นเป็น 70 ล้านบาท ในขณะที่บริษัทยังรักษาอัตราการเติบโตของรายได้รวมได้ตามเป้าหมายที่ +10.7% Y-Y และมีอัตรากำไรขั้นต้นทำจุดสูงสุดใหม่ 40.5% โดยอัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจอาหารที่ดี สามารถหักล้างขาดทุนขั้นต้นของธุรกิจโรงแรมที่สูงถึง -42.2% แล่งจาก -19.7% ในปี 2019 ทั้งนี้หากบริษัทไม่ต้องเผชิญผลขาดทุนของธุรกิจโรงแรม นั้นหมายถึง กำไรปกติในปี 2020 จะสูงถึง 609 ล้านบาท (+37% Y-Y เทียบกับกำไรปี 2019 ที่ไม่รวมขาดทุนธุรกิจโรงแรมเช่นเดียวกัน)

บอร์ดมีมติให้ขายธุรกิจโรงแรมแล้ว

คณะกรรมการบริษัทมีมติให้เข้าทำรายการจำหน่ายสิทธิการเช่าโรงแรมทั้ง 2 แห่ง (ปัจจุบันบริษัทไม่ได้เป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์ในที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง แต่เป็นผู้เช่าจากผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัท) โดยจะจำหน่ายสิทธิการเช่าของโรงแรม Novotel ชุมพร (ยกเว้นสนามกอล์ฟที่ RBF เป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์ในที่ดิน และไม่ได้มีการจำหน่ายออกไปในครั้งนี้) ให้กับบริษัท เจ.พี.เอส.โฮลดิ้ง จำกัด (JPS) มูลค่า 87 ล้านบาท และจำหน่ายสิทธิการเช่า โรงแรม Ibis เชียงใหม่ ให้กับ บริษัท ริเวอร์แคว โบตานิก การ์เด้น จำกัด (RKBG) มูลค่า 185 ล้านบาท รวม 2 แห่งคิดเป็นมูลค่า 272 ล้านบาท ซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินอิสระ และมีมูลค่าที่ใกล้เคียงกับมูลค่าทางบัญชีสิ้นปี 2020 ที่ 268 ล้านบาท จึงคาดไม่เกิดกำไรขาดทุนจากการจำหน่ายอย่างมีนัยสำคัญ

ธุรกรรมครั้งนี้เป็นการขายโรงแรมให้กับผู้มีส่วนได้เสีย โดยผู้ถือหุ้น JPS และ RKBG คือ ครอบครัวรัตนภูมิภิญโญ ทั้งหมด ซึ่งปัจจุบันเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ RBF สัดส่วนรวม 71.62% ของทุนชำระแล้วของ RBF โดยจะต้องขออนุมัติจากผู้ถือหุ้นวันที่ 24 เม.ย. 2021 ด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมทั้งหมด ไม่นับเสียงของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้เสีย หากได้รับอนุมัติ คาดธุรกรรมจะแล้วเสร็จภายใน 2Q21

เรามองเป็นบวกต่อธุรกรรมครั้งนี้ 1. เพราะธุรกิจโรงแรมขาดทุนมาหลายปีติดต่อกัน ตั้งแต่ก่อนมี COVID-19 โดยขาดทุนราวปีละ 60-70 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วน 15% - 16% ของกำไรสุทธิของบริษัท 2. ถือเป็นการปรับโครงสร้างธุรกิจของบริษัท หันมามุ่งเน้นที่ธุรกิจผลิตและจำหน่ายวัตถุดิบที่ใช้เป็นส่วนผสมในอาหาร (Food Ingredients) ซึ่งเป็นธุรกิจหลักของบริษัทและคิดเป็นสัดส่วนรายได้ราว 97% - 98% ของรายได้รวมในปี 2020 3. ราคาซื้อขายถือว่าสมเหตุสมผล มีการประเมินโดยผู้ประเมินอิสระจำนวน 2 ราย และ 4. ลดความเสี่ยงจากการเผชิญภาวะการฟื้นตัวของการท่องเที่ยวและอัตราการเข้าพักของโรงแรมที่อาจช้าและยาวนานกว่าคาด

San-Ei Gen ส่งสัญญาณเห็นหน้าขายธุรกิจร่วมกับ RBF

San-Ei Gen FFI Inc. ถือเป็นส่วนหนึ่งของบริษัท ซึ่งดำเนินธุรกิจเป็นผู้ผลิตและจำหน่ายวัตถุดิบที่ใช้เป็นส่วนผสมในอาหารรายใหญ่ในญี่ปุ่น ได้เข้ามาถือหุ้น RBF ตั้งแต่ IPO ในปี 2019 และถัดมาเดือน เม.ย. 2020 ได้เพิ่มสัดส่วนถือหุ้นเป็น 3% หรือราว 60 ล้านหุ้น โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเข้ามาเป็นพันธมิตรและดำเนินธุรกิจร่วมกันกับบริษัท ล่าสุดวันที่ 25 ก.พ. 2021 บริษัทมีมติแต่งตั้งนายอากิฮิโระ คิชิ เป็นกรรมการของบริษัท ซึ่งนายอากิฮิโระ เป็นตัวแทนของ San-Ei Gen เรามองว่าเป็นการส่งสัญญาณในการร่วมมือกันขายธุรกิจทั้งในและต่างประเทศ บริษัทอยู่ระหว่างพัฒนาสินค้ากลุ่ม Flavor (มาร์จินสูงที่สุดในบรรดากลุ่มสินค้าทั้งหมดของบริษัท) ร่วมกับ San-Ei Gen โดยบริษัทจะผลิตสินค้าให้กับ San-Ei Gen และทำการตลาดร่วมกัน ซึ่ง San-Ei Gen จะเป็นคนทำการตลาดเป็นหลัก เน้นกลุ่มลูกค้าญี่ปุ่น (ที่ตนเองถนัด) ที่มีธุรกิจอยู่ในเอเชีย และในระยะถัดไป มีความเป็นไปได้ที่ San-Ei Gen จะโยกคำสั่งซื้อทั้งหมดในเอเชียให้กับบริษัทเป็นผู้ผลิตให้ทั้งหมด เพราะบริษัทมีความได้เปรียบในแง่ต้นทุนมากกว่าการผลิตในญี่ปุ่น คาดจะเริ่มรับรู้รายได้อย่างรวดเร็วช่วง 2Q21 - 3Q21 เป็นต้นไป และจะส่งผลบวกต่อรายได้ของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญตั้งแต่ปี 2022 เป็นต้นไป

กัญชงได้รับอนุญาตให้ใช้ได้อย่างถูกกฎหมายในไทยแล้ว

15 ธ.ค. 20 ประกาศลงราชกิจจานุเบกษาให้มีผลบังคับใช้ สำหรับประกาศกระทรวงสาธารณสุข เรื่อง ระบุชื่อยาเสพติดให้โทษในประเภท 5 โดยประชาชนสามารถใช้ประโยชน์จากส่วนของกัญชง กัญชาที่ไม่จัดเป็นยาเสพติด ได้แก่ ใบที่ไม่ติดกับช่อดอก กิ่ง ก้าน ลำต้น เปลือก ราก และเมล็ดกัญชง รวมถึงสารสกัด CBD และกากที่เหลือจากการสกัด ซึ่งต้องมีปริมาณ THC ไม่เกิน 0.2% และน้ำมัน และสารสกัดจากเมล็ดกัญชงเพื่อประโยชน์ทางการแพทย์ การศึกษาวิจัย และผลิตผลิตภัณฑ์สุขภาพ โดยต้องได้มาจากสถานที่ปลูกหรือผลิตในประเทศที่ได้รับอนุญาตเท่านั้น

12 ม.ค. 21 ประกาศลงราชกิจจานุเบกษาให้มีผลบังคับใช้ สำหรับประกาศกระทรวงสาธารณสุข เรื่องการใช้กัญชงในเครื่องสำอาง โดยอนุญาตให้ใช้น้ำมันและสารสกัดจากเมล็ดกัญชงในเครื่องสำอางได้ทุกชนิดตามเงื่อนไขที่กำหนด โดยต้องมีปริมาณ THC ไม่เกิน 0.2% และต้องได้น้ำมันหรือสารสกัดจากเมล็ดกัญชงจากสถานที่ปลูกหรือผลิตในประเทศเท่านั้น

29 ม.ค. 21 รัฐมนตรีว่าการกระทรวงสาธารณสุขได้ลงนามในกฎกระทรวงขออนุญาตและการอนุญาตผลิต นำเข้า ส่งออก จำหน่าย หรือมีไว้ในครอบครองซึ่งยาเสพติดให้โทษประเภท 5 เฉพาะกัญชง (Hemp) พ.ศ. 2563 ซึ่งมีผลบังคับใช้ตั้งแต่ 29 ม.ค. เป็นต้นไป ทั้งนี้ภายใต้กฎกระทรวงฉบับนี้สามารถขออนุญาตส่งออกกัญชงได้ และภายใน 5 ปี นับแต่วันที่กฎกระทรวงนี้ใช้บังคับ สามารถนำเข้าเมล็ดพันธุ์เพื่อนำไปมาปลูกได้

ประกาศราชกิจจานุเบกษา อนุญาตให้ใช้กัญชงในอาหารและเครื่องดื่มได้แล้ว

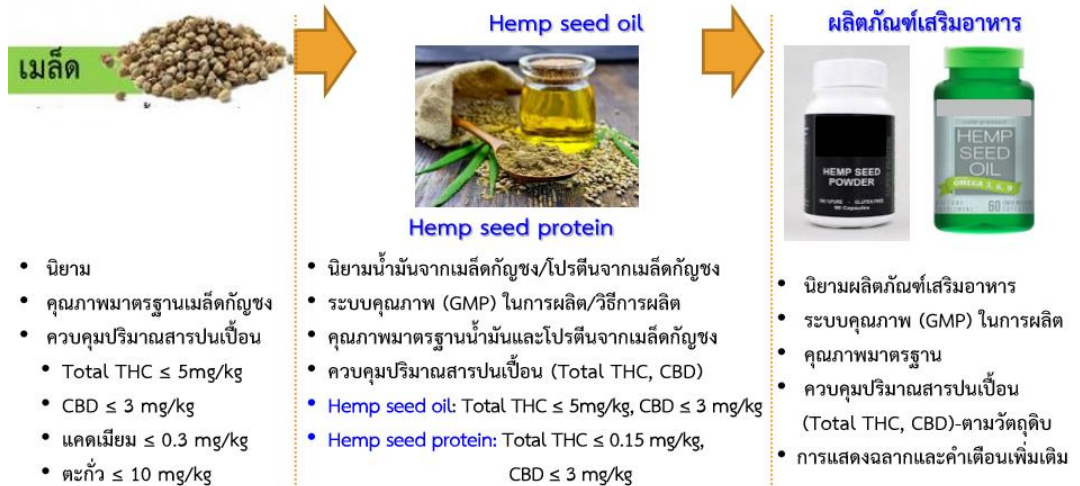
25 ก.พ. 21 มีการประกาศราชกิจจานุเบกษาให้ประกาศกระทรวงสาธารณสุข ว่าด้วยเรื่องอาหารที่ห้ามผลิต นำเข้า หรือจำหน่าย โดยอนุญาตให้ใช้กัญชา และกัญชง ในอาหารและเครื่องดื่มได้แล้ว และมีผลบังคับใช้ตั้งแต่ 26 ก.พ. 21 เป็นต้นไป โดยในส่วนของการกัญชงที่ได้รับอนุญาต ต้องผลิตในประเทศเท่านั้น รายละเอียดดังนี้

ชื่อพืช สัตว์ หรือส่วนของพืชหรือสัตว์		ส่วนของพืชหรือสัตว์
ชื่อวิทยาศาสตร์	ชื่อสามัญ	
<i>Cannabis sativa</i> L. subsp. <i>sativa</i>	กัญชง หรือที่มีชื่อเรียกว่า เฮมพ์ (Hemp)	ทั้งต้น (Whole plant) ยกเว้นวัสดุหรือสารดังต่อไปนี้ เฉพาะที่ได้รับอนุญาตให้ผลิตในประเทศเท่านั้น และมีคุณภาพหรือมาตรฐานเป็นไปตามประกาศกระทรวงสาธารณสุขที่เกี่ยวข้อง (ก) เปลือก ลำต้น เส้นใย กิ่งก้าน และราก (ข) ใบ ซึ่งไม่มียอดหรือช่อดอกติดมาด้วย (ค) สารสกัดที่มีสารแคนนาบินอยด์ (Cannabidiol, CBD) เป็นส่วนประกอบและต้องมีสารเตตราไฮโดรแคนนาบินอยล์ (Tetrahydrocannabinol, THC) ไม่เกินร้อยละ ๐.๒ โดยน้ำหนักแห้ง (ง) เมล็ดกัญชง (Hemp seed) น้ำมันจากเมล็ดกัญชง (Hemp seed oil) หรือสารสกัดจากเมล็ดกัญชง (Hemp seed extract) (จ) กากหรือเศษที่เหลือจากการสกัดกัญชงและต้องมีสารเตตราไฮโดรแคนนาบินอยล์ (Tetrahydrocannabinol, THC) ไม่เกินร้อยละ ๐.๒ โดยน้ำหนักแห้ง

ถัดไปอยู่ระหว่างร่างประกาศเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์อาหารที่มีส่วนประกอบของเมล็ดกัญชง ว่าด้วยเรื่องเมล็ดกัญชง น้ำมันเมล็ดกัญชง / โปรตีนจากเมล็ดกัญชง / และผลิตภัณฑ์อาหารที่มีเมล็ดกัญชงเป็นส่วนประกอบ กองอาหารปลดล็อกให้ใช้เฉพาะเมล็ดเท่านั้น เพราะไม่พบ (หรือพบน้อยมาก) THC และ CBD ในเมล็ดกัญชง ส่วนใหญ่ประกอบด้วย น้ำมันมากกว่า 30% และโปรตีน 25% คาดจะได้รับอนุมัติภายใน 1Q21 - 2Q21

(ร่าง) ประกาศกระทรวงสาธารณสุข (ฉบับที่ ..) พ.ศ. ... ออกตามความในพระราชบัญญัติอาหาร พ.ศ. ๒๕๒๒ เรื่อง เรื่อง เมล็ดกัญชง น้ำมันจากเมล็ดกัญชง โปรตีนจากเมล็ดกัญชง และผลิตภัณฑ์อาหารที่มีส่วนประกอบของน้ำมันจากเมล็ดกัญชงหรือโปรตีนจากเมล็ดกัญชง

ให้เมล็ดกัญชง น้ำมันจากเมล็ดกัญชง โปรตีนจากเมล็ดกัญชง และผลิตภัณฑ์อาหารที่มีส่วนประกอบของน้ำมันจากเมล็ดกัญชงหรือโปรตีนจากเมล็ดกัญชง **เป็นอาหารควบคุมเฉพาะ**



การแสดงฉลากของผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร

ให้ปฏิบัติตามประกาศกระทรวงสาธารณสุขฯ การแสดงฉลากของอาหารในภาชนะบรรจุ

และมีข้อกำหนดข้อความเพิ่มเติม ดังนี้

- 1) “ผลิตภัณฑ์นี้ให้กรดไขมันกลุ่มโอเมก้า 6 ได้แก่ กรดไลโนเลอิก และกรดไขมันกลุ่มโอเมก้า 3 ได้แก่ กรดแกมมา-ไลโนเลอิก ใน 1 แคปซูล มีน้ำมันจากเมล็ดกัญชง (ระบุ) มก. ประกอบด้วย กรดไลโนเลอิก (ระบุ) มก. กรดแกมมา-ไลโนเลอิก (ระบุ) มก.”
เฉพาะกรณีมีส่วนประกอบน้ำมันจากเมล็ดกัญชง
- 2) “**ผู้อายุต่ำกว่า 20 ปี** สตรีมีครรภ์ และสตรีให้นมบุตร ห้ามรับประทาน”
- 3) “หากมีอาการผิดปกติ ควรหยุดรับประทานทันที”
- 4) “อาจมีสาร THC และ CBD ซึ่งผู้ที่แพ้หรือไวต่อสารดังกล่าวควรระวังในการรับประทาน”
- 5) “ข้อมูลสำหรับผู้แพ้อาหาร : มีโปรตีนจากเมล็ดกัญชง” **เฉพาะกรณีมีส่วนประกอบโปรตีนจากเมล็ดกัญชง**
- 6) อื่นๆ ตามที่สำนักงานคณะกรรมการอาหารและยาประกาศกำหนด

อยู่ระหว่างขออนุญาตสกัดกัญชง คาดเริ่มรับรู้รายได้อย่างรวดเร็ว 3Q21 เป็นต้นไป

เรามองว่า RBF เป็นหนึ่งในบริษัทที่มีศักยภาพในการเข้าสู่ธุรกิจกัญชงได้ตั้งแต่ต้นน้ำ กลางน้ำ และปลายน้ำ เราคาดว่าบริษัทจะเริ่มที่กลางน้ำก่อน เพราะปัจจุบันมีโรงสกัดตั้งอยู่ที่อยุธยาอยู่แล้ว สามารถขอใบอนุญาตเป็นผู้สกัดได้ทันที หลังจากนั้นเมื่อได้รับอนุญาตแล้ว บริษัทสามารถขออนุญาตในส่วนของต้นน้ำได้ในช่วงถัดไป (หรือรับซื้อผลผลิตจากผู้ปลูกอยู่แล้ว โดยบริษัทได้มีการศึกษาและพัฒนา ร่วมกับ ม.แม่โจ้ อยู่แล้ว) เพราะสามารถระบุรับซื้อในนามโรงสกัดของบริษัทได้ ให้เป็นไปตามเงื่อนไขที่ง่าย กำหนดว่าในการขออนุญาตปลูกกัญชง จะต้องมีการระบุรับซื้อชัดเจน เพื่อให้สามารถตรวจสอบที่มาที่ไปของผลผลิตกัญชงได้ทั้งระบบ ในขณะที่ช่วงแรก เราไม่คิดว่าบริษัทจะผลิตสินค้าปลายน้ำภายใต้แบรนด์ของบริษัทเอง เพราะจะเป็นการแข่งหรือแย่งตลาดของลูกค้า แต่น่าจะเป็นลักษณะการจัดส่งวัตถุดิบจากกัญชง หรือพัฒนาสินค้าร่วมกับลูกค้า ซึ่งเป็นสิ่งที่บริษัทมีความเชี่ยวชาญ

ทั้งนี้เราคาดว่าบริษัทน่าจะได้รับการติดต่อจากผู้ประกอบการอาหารเครื่องดื่ม (เจ้าของสินค้า) จำนวนมาก ในการพัฒนาสินค้าที่มีส่วนผสมของกัญชง เพราะปัจจุบันผู้ประกอบการอาหารและเครื่องดื่ม โดยเฉพาะที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดฯ ต่างแสดงเจตจำนง และประกาศแผนการพัฒนาสินค้าที่มีส่วนผสมของกัญชงแทบทุกราย ส่วนใหญ่ระบุว่าหากกฎหมายอนุญาตให้ส่วนผสมของกัญชงมาใช้ในอาหารและเครื่องดื่มได้เมื่อไหร่ ก็พร้อมที่จะผลิตและนำเสนอผลิตภัณฑ์สู่ผู้บริโภคได้ใน 2Q21 - 3Q21 เป็นอย่างเร็ว เราเชื่อว่าบริษัทจะสามารถรับรู้รายได้จากขายวัตถุดิบได้จากการสกัดเป็นรายแรกๆ ภายใน 3Q21 (หากได้รับอนุญาตได้ตามแผน)

ปรับเปลี่ยนประมาณการกำไรและราคาเป้าหมาย

เราปรับเปลี่ยนประมาณการกำไรปกติปี 2021 - 2022 ขึ้น 5.3% และ 29% เป็น 694 ล้านบาท (+28.8% Y-Y) และ 965 ล้านบาท (+39% Y-Y ตามลำดับ) โดยมีการอิงสมมติฐานดังนี้

1. ยอดธุรกิจโรงแรมออกจากประมาณการ โดยรายได้จากโรงแรมจะหายไปราว 90-100 ล้านบาทต่อปี หรือคิดเป็นสัดส่วน 2% - 3% ของรายได้รวม ในขณะที่บริษัทไม่ต้องรับรู้ขาดทุนจากธุรกิจปีละ 70 ล้านบาทอีกต่อไป คาดจะรับรู้ขาดทุนจากธุรกิจโรงแรมใน 1Q21 เป็นไตรมาสสุดท้าย และหลังจากนั้นกำไรของบริษัทจะยกฐานขึ้นตั้งแต่ 2Q21 - 3Q21 เป็นต้นไป
2. คาดจะเริ่มทยอยรับรู้รายได้ Flavors จาก San-Ei Gen ตั้งแต่ 2Q21 และจะส่งผลบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อผลประกอบการชัดเจนในปี 2022 เป็นต้นไป นอกจากเป็นบวกต่อรายได้แล้ว ยังมองเป็นบวกต่ออัตรากำไรขั้นต้นด้วย เพราะกลุ่ม Flavor มีอัตรากำไรสูงสุดเมื่อเทียบกับสินค้ากลุ่มอื่น
3. เราคาดว่าจะเริ่มรับรู้รายได้จากกัญชงตั้งแต่ 3Q21 เป็นต้นไป แต่เชื่อว่าในปีนี้สัดส่วนยังไม่มีมาก และน่าจะเริ่มเห็นความชัดเจนในปี 2022 เป็นต้นไป

ระยะสั้นแนวโน้มกำไรสุทธิ 1Q21 น่าจะปรับลงแรงมาอยู่ที่ราว 94 ล้านบาท (-22% Q-Q, -36% Y-Y) เพราะคาดว่าจะรับรู้การตั้งด้อยค่าธุรกิจโรงแรม ตามที่เปิดเผยในหมายเหตุประกอบงบการเงินงวดปี 2020 ว่าบริษัทได้เลือกนำข้อยกเว้นมาตรการผ่อนปรนชั่วคราวเพื่อลดผลกระทบจาก COVID-19 ที่ออกโดยสภาวิชาชีพบัญชี มาถือปฏิบัติสำหรับรอบระยะเวลารายงานงบการเงินในช่วงปี 2020 โดยบริษัทเลือกที่จะไม่นำข้อมูลเกี่ยวกับ COVID-19 มาถือเป็นข้อบ่งชี้การด้อยค่า แต่เมื่อสิ้นสุดมาตรการผ่อนปรนดังกล่าว บริษัทอาจต้องรับรู้ด้อยค่าธุรกิจโรงแรมใน 1Q21 ซึ่งธุรกรรมการขายโรงแรมยังไม่แล้วเสร็จ จึงคาด 1Q21 บริษัทอาจต้องรับรู้ทั้งผลขาดทุนจากการดำเนินงานของโรงแรม และการตั้งด้อยค่าอีกจำนวนหนึ่ง (ในหมายเหตุระบุว่า อาจต้องมีการรับรู้ที่มีสาระสำคัญ)

การเปลี่ยนแปลงสมมติฐานที่ใช้ในการคาดการณ์ผลการดำเนินงาน RBF

Assumptions	Current			Previous		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
Food Sales	3,631	4,334	4,889	3,501	3,880	4,287
% Growth	16.5	18.7	12.8	12.3	10.8	10.5
Hotel Sales	20	0	0	77	95	105
% Growth	-64.2	-100.0	0.0	37.5	23.4	10.5
Total Sales (bt mn)	3,651	4,334	4,889	3,578	3,975	4,392
% Y-Y Growth	15.1	18.7	12.8	12.8	11.1	10.5
% Gross Margin	41.5	42.5	43.0	42.5	43.0	43.0
SG&A (bt mn)	679	763	860	716	795	878
% SG&A to sales	18.5	17.6	17.6	20.0	20.0	20.0
Norm Profit (bt mn)	694	965	1,031	657	748	835
% Y-Y Growth	28.8	39.0	6.8	21.9	13.9	11.6

Source: FSS Research

ปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 เพื่อให้สะท้อนมูลค่าในขนาดที่แท้จริง

เนื่องด้วยบริษัทอาจต้องรับรู้ด้อยค่าธุรกิจโรงแรมใน 1Q21 และยังคงรับรู้ขาดทุนผลการดำเนินงานของโรงแรมอีก 1-2 ไตรมาส จนกว่าธุรกรรมการขายจะแล้วเสร็จ เราจึงเห็นว่าการนำผลประกอบการในปี 2021 มาประเมินมูลค่าหุ้นน่าจะไม่เหมาะสม และมองว่าการปรับใช้ราคาเป้าหมายในปี 2022 โดยไม่มีผลกระทบจากธุรกิจโรงแรมแล้ว น่าจะสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทได้อย่างเหมาะสมกว่า จากคาดการณ์ EPS2022 ที่ 0.48 บาท/หุ้น และยังมี PE เดิมที่ 35 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของผู้ประกอบการในธุรกิจที่คล้ายคลึงกันในต่างประเทศ ได้แก่ Kerry Group (KYGA LN), International Flavors & Fragrance (IFF US) และ McCormick (MKC US) เป็นต้น และยังเป็นระดับ PE ที่ใกล้เคียง PE เฉลี่ยในอดีตของกลุ่มลูกค้าเครื่องดื่ม ซึ่งเป็นหนึ่งในลูกค้าหลักของ RBF เราจึงมองว่าเป็นระดับ PE ที่เหมาะสม ทำให้ได้ราคาเป้าหมายปี 2022 เท่ากับ 17 บาท



ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงบุคลากรฝ่าย R&D และการรักษาความลับของสูตรการผลิต

เนื่องจากผลิตภัณฑ์ของบริษัทส่วนใหญ่เกี่ยวข้องกับอาหาร และส่วนผสมอาหารที่ใช้ในอุตสาหกรรมอาหาร เครื่องดื่ม ยา และอาหารสัตว์ เป็นต้น ซึ่งลูกค้ามีการนำไปใช้ทั้งเป็นวัตถุดิบตั้งต้น, ส่วนผสมในการผลิต หรือนำไปแปรรูปและผลิตสินค้า บริษัทจึงมีการทำ R&D เพื่อสร้างความแตกต่าง ยากที่จะหาวัตถุดิบมาทดแทน ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงจากการพึ่งพิงทีม R&D ที่ทำหน้าที่พัฒนา คิดค้นสูตร และหากมีการรั่วไหลของสูตรการผลิต อาจส่งผลกระทบต่อผลกำไรของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากการจัดหาวัตถุดิบให้ตรงกับปริมาณและคุณภาพที่ต้องการ

วัตถุดิบที่ใช้ในการผลิตของบริษัทแบ่งออกเป็น วัตถุดิบที่ไม่ใช่สารเคมี เช่น แป้งสาลี พืช ผัก ผลไม้ น้ำตาล เกลือ และวัตถุดิบที่เป็นสารเคมี เช่น สีส้มอาหาร วัตถุแต่งกลิ่น ซึ่งวัตถุดิบที่ไม่ใช่สารเคมี ถือเป็นสินค้าเกษตร ที่อาจมีปริมาณและคุณภาพเปลี่ยนแปลงตามปัจจัยที่อยู่นอกเหนือการควบคุม ในขณะที่วัตถุดิบที่เป็นสารเคมีนั้น ต้องเป็นสารเคมีชนิดที่กฎหมายและกระทรวงสาธารณสุขอนุญาตให้ใช้ในโรงงานผลิตภัณฑ์อาหาร และต้องการตรวจสอบคุณภาพตามข้อกำหนด จึงมีความเสี่ยงที่วัตถุดิบอาจมีปริมาณหรือคุณภาพไม่ตรงตามที่ต้องการ และกระทบต่อกระบวนการผลิตของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากมาตรการและอุปสรรคทางการค้าจากประเทศผู้นำเข้า

บริษัทขายสินค้าให้กับลูกค้าทั้งในและต่างประเทศ โดยกลุ่มลูกค้าในต่างประเทศ เช่น สหรัฐ และยุโรป ถือเป็นกลุ่มที่มีมาตรฐานสูงทั้งด้านสาธารณสุข คุณภาพความปลอดภัย กฎหมาย และสิ่งแวดล้อม บริษัทจึงอาจได้รับความเสี่ยงจากการถูกกีดกันทางการค้า รวมถึงมาตรการและอุปสรรคทางการค้าที่ไม่ใช่ภาษี

ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

เนื่องจากบริษัทมีรายได้เป็นการขายส่งออกราว 14% - 15% ของรายได้จากธุรกิจอาหาร ทำให้มีรายได้เป็นสกุลเงิน USD, EUR และ GBP จึงมีความเสี่ยงหากค่าเงินบาทแข็งค่าเมื่อเทียบกับสกุลอื่น และอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Revenue	2,738	2,865	3,172	3,651	4,334
Cost of sales	1,744	1,774	1,888	2,136	2,492
Gross profit	994	1,091	1,284	1,515	1,842
SG&A	577	639	632	679	763
Operating profit	417	452	651	836	1,079
Other income	11	17	15	20	22
EBIT	428	469	667	856	1,101
EBITDA	615	650	855	1,094	1,379
Interest charge	21	26	15	12	12
Tax on income	86	89	115	152	196
Earnings after tax	321	354	537	692	893
Minority interest	3	-1	2	2	2
Normalized earnings	334	383	539	694	965
Extraordinary items	-10	-30	-20	-65	0
Net profit	324	353	519	629	965

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Net profit	324	353	519	629	965
Deprec. & amortization	187	181	188	238	278
Change in working capital	-225	-66	-518	-88	-305
Other adjustments	-3	1	18	65	0
Cash flow from operations	283	468	207	844	938
Capital expenditure	-378	-87	-690	-250	-200
Others	-11	-65	-23	-72	-11
Cash flow from investing	-389	-152	-712	-322	-211
Free cash flow	-106	316	-506	523	727
Net borrowings	665	-797	221	-10	-10
Equity capital raised	842	1,675	0	0	0
Dividends paid	-1,442	-246	-303	-377	-579
Others	28	17	-46	-8	10
Cash flow from financing	94	649	-128	-395	-579
Net change in cash	-12	966	-634	127	148

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Cash	263	1,241	614	734	882
Accounts receivable	636	727	842	850	1,009
Inventory	746	683	757	819	956
Other current assets	3	9	415	475	563
Total current assets	1,648	2,659	2,628	2,878	3,411
Investments	9	70	70	70	70
Plant, property & equipment	1,722	1,623	2,129	2,141	2,063
Other assets	69	60	56	70	81
Total assets	3,448	4,412	4,883	5,159	5,625
Short-term loans	225	0	0	0	0
Accounts payable	338	312	366	410	478
Current maturities	63	26	11	10	10
Other current liabilities	44	37	60	58	69
Total current liabilities	670	375	437	478	557
Long-term debt	647	75	296	286	277
Other non-current liab.	38	92	62	55	65
Total non-current liab.	686	167	358	341	342
Total liabilities	1,356	542	795	819	898
Registered capital	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Paid up capital	1,480	2,000	2,000	2,000	2,000
Share premium	94	1,249	1,249	1,249	1,249
Legal reserve	77	110	131	131	131
Retained earnings	442	511	711	963	1,349
Minority Interests	-1	0	-2	-2	-2
Shareholders' equity	2,092	3,870	4,089	4,341	4,727

Important Ratios (Consolidated)

	2018	2019	2020	2021E	2022E
Growth (%)					
Revenue	-6.1	4.6	10.7	15.1	18.7
EBITDA	-12.5	5.6	31.5	28.0	26.0
Net profit	-19.1	9.0	47.1	21.2	53.4
Normalized earnings	-16.6	14.6	40.8	28.8	39.0
Profitability (%)					
Gross profit margin	36.3	38.1	40.5	41.5	42.5
EBITDA margin	22.5	22.7	26.9	30.0	31.8
EBIT margin	15.6	16.4	21.0	23.5	25.4
Normalized profit margin	12.2	13.4	17.0	19.0	22.3
Net profit margin	11.8	12.3	16.4	17.2	22.3
Normalized ROA	9.7	8.7	11.0	13.5	17.2
Normalize ROE	15.9	9.9	13.2	16.0	20.4
Normalized ROCE	15.4	11.6	15.0	18.3	21.7
Risk (x)					
D/E	0.6	0.1	0.2	0.2	0.2
Net D/E	0.5	-0.2	0.0	0.0	0.0
Net debt/EBITDA	1.8	-1.1	0.2	0.1	0.0
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.26	0.22	0.26	0.31	0.48
Normalized EPS	0.23	0.19	0.27	0.35	0.48
EBITDA	0.42	0.32	0.43	0.55	0.69
Book value	1.05	1.94	2.05	2.17	2.36
Dividend	0.17	0.15	0.15	0.19	0.29
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	56.2	66.4	56.3	46.4	30.3
Norm P/E	64.7	76.3	54.2	42.1	30.3
P/BV	14.0	7.5	7.1	6.7	6.2
EV/EBITDA	36.9	43.9	34.4	26.8	21.2
Dividend yield (%)	1.2	1.0	1.0	1.3	2.0

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

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

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 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