

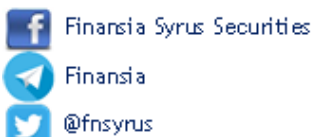
# T-BUY

|                                 |                          |
|---------------------------------|--------------------------|
| Previous                        | BUY                      |
| <b>2021 Target Price (Bt)</b>   | <b>8.5</b>               |
| Price (11/03/2021)              | 7.9                      |
| up/downside (%)                 | +7.6                     |
| SET Index                       | 1,575.13                 |
| Sector                          | mai/Agro & Food Industry |
| Foreign limit/actual (%)        | 49.00/2.08               |
| Free float (%)                  | 60.96                    |
| Market cap (Bt m)               | 4,803.20                 |
| Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD) | 131.84                   |
| hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)     | 9.00, 5.95, 7.58         |
| IOD 2020                        | 5                        |
| THAI CAC                        | N/A                      |

| Consolidated earnings      |       |       |       |       |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| BT (mn)                    | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E |
| Revenue                    | 1,520 | 1,315 | 1,574 | 1,759 |
| Normalized profit          | 166   | 189   | 223   | 250   |
| Net profit                 | 162   | 188   | 223   | 250   |
| EPS (Bt) - norm            | 0.27  | 0.31  | 0.37  | 0.41  |
| EPS (Bt)- reported         | 0.27  | 0.31  | 0.37  | 0.41  |
| % growth y-y               | 137.0 | 16.2  | 18.4  | 12.0  |
| Dividend/share (Bt)        | 0.24  | 0.30  | 0.33  | 0.37  |
| BV/share (Bt)              | 1.15  | 1.19  | 1.23  | 1.27  |
| EV/EBITDA (x)              | 22.3  | 19.2  | 16.1  | 14.4  |
| PER (x) - norm             | 28.9  | 25.5  | 21.5  | 19.2  |
| PER (x)                    | 29.6  | 25.5  | 21.5  | 19.2  |
| PBV (x)                    | 6.9   | 6.6   | 6.4   | 6.2   |
| Dividend yield (%)         | 3.0   | 3.8   | 4.2   | 4.7   |
| ROE (%)                    | 23.8  | 26.1  | 29.9  | 32.4  |
| YE No. of shares (million) | 608   | 608   | 608   | 608   |
| 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



# TACC(TACC TB)

บมจ. ที.เอ.ซี. คอนซูเมอร์

## เริ่มเข้า Lotus's ส่วนกัญชงรอบปลายปี

เราปรับเพิ่มกำไรปี 2021 - 2022 ขึ้น 3% - 8% โดยรวมรายได้การขยายเข้า Lotus's ที่เริ่มมีการขายตั้งแต่ 1Q21 และจะชัดเจนมากขึ้นในช่วง 2H21 ในส่วนของกำไร 1Q21 อาจถูกกระทบจาก COVID ในเดือน ม.ค. แต่คาดว่าจะฟื้นตัวได้ดีขึ้นใน 2Q21 และเติบโตได้ดีใน 2H21 ภายหลัง COVID คลี่คลาย โดยผู้บริหารตั้งเป้ารายได้ปีหน้ากลับมาโต 15% - 20% Y-Y จากฐานต่ำปีก่อน, การรับรู้รายได้เครื่องดื่มขนาด 22oz ได้เต็มปี และ Character Business จะกลับมาโตเท่าตัวกลับไปใกล้เคียงปี 2019 ในขณะที่รายได้รวมธุรกิจกัญชงไว้ในประมาณการ เพราะอยู่ระหว่างรอกฎหมายอนุญาต และคาดว่าจะเห็นสินค้าตัวแรกเป็นอย่างรวดเร็วใน 4Q21 หรืออาจจะ 2022 จากการเข้าลงทุนใน TCI 30% ถือเป็นประตูเข้าสู่สารสกัดจากกัญชง เพราะ TCI ได้ลงนาม MOA กับมท.พระนครเหนือ ที่มีใบอนุญาตปลูกกัญชง จึงมองเป็น Upside ต่อกำไรปี 2022 และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 8.5 บาท (Re-rate PE ขึ้นเป็น 23 เท่า) ด้วย Upside จำกัด จึงปรับคำแนะนำเป็น ซื้อเก็งกำไร จากเดิม ซื้อ

ผู้บริหารตั้งเป้ารายได้กลับมาเติบโตในปีนี้ และยังมี Upside รออยู่

จากประชุมนักวิเคราะห์หุ้นนี้ ผู้บริหารตั้งเป้าการเติบโตของรายได้ปี 2021 รว 15% - 20% Y-Y มาจากทั้งฐานที่ต่ำในปีก่อน เพราะถูกกระทบจาก COVID-19, จะรับรู้รายได้เครื่องดื่ม All Café ขนาด 22oz ได้เต็มปี หลังจากเริ่ม Launch ครบทุกสาขาใน 4Q20 และการกลับมาฟื้นตัวของ Character Business โดยตั้งเป้ารายได้กลับมาใกล้เคียงปี 2019 (จากที่ลดลงครึ่งหนึ่งในปี 2020) เนื่องจากลูกค้าเริ่มกลับมาทำการตลาดโดยใช้ตัวการ์ตูนกันอีกครั้ง และบริษัทได้ตัวการ์ตูนใหม่เข้ามาเสริมในพอร์ต (Jay the rabbit) โดยเป้าหมายการเติบโตดังกล่าวยังไม่รวมการเริ่มขยายเข้าไปใน Lotus's ซึ่งเริ่มมีรายได้ตั้งแต่ 1Q21 แต่สัดส่วนยังน้อย และคาดว่าจะขยายเข้าไปได้มากขึ้นในช่วง 2H21 ทั้งใน Hypermarket (ผ่านร้านกาแฟ Arabitua Cafe, Food Court) และ CVS (เครื่องดื่มโถกต)

## เริ่มเดินหน้าสู่ธุรกิจกัญชง แต่คาดเห็น Product แรกอย่างรวดเร็วใน 4Q21 - 2022

บริษัทเข้าลงทุนในบจ.ไทยคานาเทค อินโนเวชั่น (TCI) ถือหุ้น 30% ใช้เงินลงทุนราว 30 ล้านบาท โดย TCI ถูกจัดตั้งโดยนักวิชาการที่มีประสบการณ์ในวงการกัญชง กัญชามายาวนาน และได้ลงนามข้อตกลง MOA (มีข้อตกลงที่ผูกมัดและเข้มงวดกว่า MOU) กับมหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลพระนคร (มท.พระนคร) ซึ่งมีการศึกษาวิจัยกัญชงกัญชาตั้งแต่ต้นน้ำ การพัฒนาสายพันธุ์ การปลูก และการสกัด โดยทางมท.พระนครได้รับใบอนุญาตปลูกกัญชงแล้ว ทำให้การลงทุนใน TCI ถือเป็นประตูให้ TACC เข้าสู่ธุรกิจกัญชง และมีโอกาสได้วัตถุดิบ/สารสกัดจากกัญชงอย่างรวดเร็ว ภายหลังกฎหมายอนุญาต และสามารถนำไปพัฒนาเป็นผลิตภัณฑ์ในกลุ่ม Health and Wellness ได้ต่อไป คาดจะสามารถผลิตเป็นสินค้าได้อย่างเร็วใน 4Q21 หรืออาจเป็นปี 2022 แม้การลงทุนโดย TCI จะมีสถานะเป็นบริษัทร่วม แต่ในช่วงแรกคาดว่าจะแบ่งขาดทุนจาก TCI จะน้อยและไม่กระทบต่อ TACC อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ถือเป็น Upside ต่อประมาณการในปี 2022

## ปรับเพิ่มกำไรและราคาเป้าหมาย โดยรวม Lotus's แต่ยังไม่นับรวมกัญชง

ระยะสั้นคาดกำไรสุทธิ 1Q21 อยู่ที่ 49 ล้านบาท (-4% Q-Q, +13% Y-Y) แม้รายได้จะยังถูกกระทบจาก COVID ในเดือน ม.ค. อยู่บ้าง แต่คาดว่าจะฟื้นตัวได้ดีขึ้นใน 2Q21 เป็นต้นไป ทั้งนี้เราปรับเพิ่มกำไรสุทธิปี 2021 - 2022 ขึ้น 3% - 8% เป็น 223 ล้านบาท (+18.4% Y-Y) และ 250 ล้านบาท (+12% Y-Y) โดยรวมรายได้จากการขยายเข้าไปใน Lotus's ซึ่งเราประเมินไว้ราว 35 ล้านบาทในปี คิดเป็น 2.2% ของรายได้รวม ส่วนกัญชงเรายังไม่รวมไว้ในประมาณการ จนกว่าจะเห็นแผนชัดเจน และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 8.5 บาท จากเดิม 7.4 บาท (โดย Re-rate PE ขึ้นเป็น 23 เท่า จากเดิม 21 เท่า ให้ใกล้เคียงค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลัง)

## Company Overview

TACC ดำเนินธุรกิจจำหน่ายเครื่องดื่มในโกดังในร้าน 7-11 ซึ่งเป็นเครื่องดื่มที่พัฒนาร่วมกันระหว่างบริษัทและ CPALL และเป็นผู้ Supply ผงเครื่องดื่มประเภทชาให้กับร้าน All Café รวมถึงเป็นเจ้าของเครื่องดื่มชาเขียวพร้อมดื่มแบรนด์ Zenya ซึ่งปัจจุบันวางขายในกัมพูชาเป็นหลักสิ้นปี 2020 โดยมีสัดส่วนรายได้จาก B2B (7-11) ราว 95% ของรายได้รวม และอีก 5% มาจากรายได้กลุ่ม B2C โดยบริษัทได้ขยายไปในธุรกิจ Character ซึ่งบริษัทได้เป็นตัวแทนอนุญาตให้ใช้ลิขสิทธิ์ของบริษัท San X ประเทศญี่ปุ่น นั่นคือตัวการ์ตูน Rilakkuma และผองเพื่อน นอกจากนี้ยังได้ลิขสิทธิ์จากตัวการ์ตูนของไทย เช่น หม่าจ๋า และ Art Story รวมถึงได้ขยายผลิตภัณฑ์เครื่องดื่มเข้าสู่ธุรกิจคาเฟ่อื่นๆ เช่น กาแฟมอลชัน, Jungle Café, Arabitia Café, CP Fresh Mart และ Black Canyon

| ประเภทของรายได้              | ปี 2560  |        | ปี 2561  |        | ปี 2562  |        |
|------------------------------|----------|--------|----------|--------|----------|--------|
|                              | ล้านบาท  | ร้อยละ | ล้านบาท  | ร้อยละ | ล้านบาท  | ร้อยละ |
| รายได้จากการขาย              |          |        |          |        |          |        |
| - Business to Business : B2B | 1,152.01 | 89.34  | 1,143.22 | 88.24  | 1,358.67 | 88.81  |
| - Business to Customer : B2C | 129.69   | 10.06  | 146.38   | 11.30  | 161.60   | 10.56  |
| รวม                          | 1,281.70 | 99.40  | 1,289.60 | 99.54  | 1,520.27 | 99.37  |
| รายได้อื่น <sup>(1)</sup>    | 7.79     | 0.60   | 5.99     | 0.46   | 9.61     | 0.63   |
| รวมรายได้ทั้งหมด             | 1,289.49 | 100.00 | 1,295.58 | 100.00 | 1,529.88 | 100    |

บริษัทมีโรงงานผลิตเครื่องดื่มปรุงสำเร็จชนิดผง 1 แห่งตั้งอยู่ที่โครงการพารากอน แฟคตอรี แลนด์ อ.บ้านบึง จ.ชลบุรี โดยมีกำลังการผลิต 2,021 ตันต่อปี ซึ่งเป็นโรงงานสำหรับ R&D และพัฒนาสูตรเป็นหลัก ในขณะที่บริษัทยังต้องจ้างผู้รับจ้างผลิตภายนอกเป็นหลัก

## Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ TACC โดยอิง PE 23 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของตัวเองในอดีต และต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มเครื่องดื่ม (ไม่รวม Energy Drink) เล็กน้อย ถือเป็นระดับที่ค่อนข้าง Conservative

## ESG

### Environment

- ในส่วนของกระบวนการผลิตเครื่องดื่มประเภท 3 in 1 จะมีของเสียที่เกิดจากการผลิตน้อยมาก ส่วนใหญ่ขยะที่เกิดจากการผลิตคือ ถุงที่ใช้ใส่วัตถุดิบระหว่างกระบวนการผลิต ทั้งนี้ถุงทั้งหมดจะมีการเคลื่อนย้ายและจัดเก็บอย่างเป็นระเบียบตามหลักสุขาภิบาลอาหาร และป้องกันสัตว์พาหะนำโรค ถ้าสินค้าใดไม่สามารถ Reprocess ได้ทางโรงงานผู้ผลิตจะเก็บสินค้าไว้ในคลัง เพื่อรอเข้าสู่กระบวนการทำลายประจำปี
- บริษัทมีแนวทางพัฒนาบรรจุภัณฑ์ให้เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม โดยพัฒนาบรรจุภัณฑ์ของเครื่องดื่มเป็น Innovation Packaging ที่สามารถนำกลับมาใช้ใหม่และมีการลดการใช้พลาสติกให้น้อยลงด้วย

### Social

- บริษัทให้ความสำคัญกับความรับผิดชอบต่อผู้บริโภค ทั้งมุ่งพัฒนาสินค้าที่มีคุณภาพ ช่วยส่งเสริมคุณภาพชีวิตของผู้บริโภค โดยได้รับการรับรองมาตรฐานจากหลายหน่วยงานทั้งในและต่างประเทศ อาทิ GMP, HACCP, Healthier Choice (สิงคโปร์), Thailand Trust Mark (จากกรมส่งเสริมการค้าระหว่างประเทศ) และ Codex
- บริษัทได้เน้นการมีส่วนร่วมในการพัฒนาชุมชนและสังคมอย่างต่อเนื่อง และได้เข้าไปมีส่วนร่วมในกิจกรรมต่างๆ เช่น การบริจาคสื่อการเรียนการสอนให้นักเรียนผู้พิการทางสายตา ผ่านมูลนิธิช่วยคนตาบอดแห่งประเทศไทย, การบริจาคสิ่งของให้สถานที่ต่างๆ รวมถึงการทำ CSR โครงการเติมฝันปันน้ำใจให้น้อง ด้วยการบริจาคเงิน อุปกรณ์กีฬา ที่ให้กับทางโรงเรียนวัดหนองกาน้ำ จ.ชลบุรี

### Governance

- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการ 7 คน ประกอบด้วยกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 2 คน, กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 1 คน และกรรมการอิสระ 4 คน ซึ่งมากกว่ากึ่งหนึ่งของจำนวนกรรมการทั้งหมด ทำให้เกิดการถ่วงดุลในการออกเสียงเพื่อพิจารณาเรื่องต่างๆ และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- บริษัทให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลอย่างถูกต้อง ครบถ้วน และโปร่งใส ทั้งรายงานข้อมูลทางการเงินและข้อมูลทั่วไปตามหลักเกณฑ์ของ ก.ล.ด. และตลาดหลักทรัพย์ฯ ตลอดจนข้อมูลสำคัญที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัท
- เพื่อป้องกันการใช้อิทธิพลภายในโดยมิชอบ บริษัทได้กำหนดไม่ให้กรรมการและผู้บริหารของบริษัท รวมถึงคู่สมรส และบุตรที่ยังไม่บรรลุนิติภาวะ ซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทในช่วงระยะเวลา 1 เดือน ก่อนการเปิดเผยงบการเงินให้แก่สาธารณะชนทราบ

## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

### ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงลูกค้ารายใหญ่

เนื่องจากบริษัทมีรายได้จากลูกค้ารายใหญ่ CPALL คิดเป็นสัดส่วนราว 95% ของรายได้จากการขายในปี 2020 ซึ่งหากบริษัทสูญเสียลูกค้ารายดังกล่าว หรือลูกค้าลดปริมาณการสั่งซื้อสินค้าจากบริษัท อาจส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ

### ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผู้รับจ้างผลิตภายนอก

จากการที่บริษัทจ้างผู้ผลิตภายนอกเป็นหลักในการผลิตสินค้า ปัจจุบันว่าจ้างอยู่ราว 6-10 ราย ซึ่งคิดเป็นสัดส่วน 83% ของยอดสั่งซื้อสินค้าสำเร็จรูปทั้งหมดของบริษัทในปี 2019 ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงหากผู้รับจ้างผลิตไม่สามารถผลิตสินค้าให้ได้คุณภาพและมาตรฐานตามที่กำหนด หรือไม่สามารถส่งมอบสินค้าในปริมาณและเวลาตามที่กำหนด

### ความเสี่ยงจากการพัฒนาสินค้าใหม่และการพึ่งพิงบุคลากรด้าน R&D

บริษัทได้ให้ความสำคัญกับการทำ R&D ซึ่งเป็นกลยุทธ์ในการสร้างความแตกต่างของสินค้าและรายได้เปรียบในแง่การแข่งขัน ทั้งนี้การทำ R&D สินค้าใหม่ต้องผ่านกระบวนการหลายขั้นตอน ต้องใช้เวลาและเงินลงทุนค่อนข้างสูง ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงจากการพัฒนาสินค้าใหม่ที่ไม่อาจไม่ประสบความสำเร็จเมื่อออกสู่ตลาด ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้

### ความเสี่ยงเกี่ยวกับการรักษาความลับของสูตรการผลิต

สูตรการผลิตสินค้าถือเป็นสิ่งสำคัญที่ทำให้บริษัทต้องรักษาไว้เป็นความลับ หากสูตรการผลิตรั่วไหล อาจส่งผลกระทบต่อการประกอบธุรกิจของบริษัทได้

### ความเสี่ยงจากการแข่งขันในอุตสาหกรรมเครื่องดื่ม

อุตสาหกรรมเครื่องดื่มถือเป็นตลาดที่มีการแข่งขันที่ค่อนข้างสูง ทั้งในแง่จำนวนผู้ประกอบการที่ค่อนข้างมาก การเข้ามาของคู่แข่งรายใหม่ที่ง่าย เพราะเป็นสินค้าที่สามารถทดแทนกันได้ และผู้ประกอบการต่างเร่งการนำเสนอสินค้าใหม่ เครื่องดื่มรสชาติใหม่ออกสู่ตลาดอย่างสม่ำเสมอ อีกทั้งผู้ประกอบการรายใหญ่ในตลาดที่ได้เปรียบในเรื่องของต้นทุนการผลิตจากที่มีปริมาณการผลิตจำนวนมากทำให้เกิดการประหยัดต่อขนาด และการผลิตด้วยเครื่องจักรที่ทันสมัย อาจทำให้บริษัทต้องเผชิญความเสี่ยงจากการแข่งขันด้านราคา

### ความเสี่ยงจากการถูกละเมิดลิขสิทธิ์ของธุรกิจ Character

ธุรกิจ Character คือการที่กิจการหนึ่งให้สิทธิในการผลิตสินค้า โดยใช้เครื่องหมายทางการค้า ลิขสิทธิ์ และสิทธิทางการตลาดอื่นๆ แก่กิจการหนึ่ง โดยบริษัทผู้รับสิทธิต้องจ่ายค่าตอบแทนตามที่ได้ตกลงกันไว้เป็นกรณีไป ส่วนใหญ่มักชำระในรูปแบบของค่าธรรมเนียม (Royalty Fee) ปัจจุบันบริษัทได้เป็นตัวแทนอนุญาตให้ใช้ลิขสิทธิ์ตัวการ์ตูนของบริษัท San X ประเทศญี่ปุ่น, ตัวการ์ตูนชื่อดังทางออนไลน์ของไทย หม่าจ๋า และเข้าไปช่วยโครงการ Art Story ของกลุ่มเด็กพิเศษและบุคคลออทิสติก ซึ่งเรียกได้ว่าบริษัทมีความเสี่ยงที่จะถูกละเมิดลิขสิทธิ์ตัวการ์ตูนเหล่านี้อย่างผิดกฎหมาย

**Income Statement (Consolidated)**

| (Bt mn)             | 2018  | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Revenue             | 1,290 | 1,520 | 1,315 | 1,574 | 1,759 |
| Cost of sales       | 919   | 1,053 | 869   | 1,039 | 1,157 |
| Gross profit        | 371   | 467   | 445   | 535   | 601   |
| SG&A                | 281   | 266   | 213   | 260   | 295   |
| Operating profit    | 90    | 201   | 232   | 275   | 306   |
| Other income        | 6     | 10    | 4     | 6     | 7     |
| EBIT                | 96    | 211   | 236   | 282   | 313   |
| EBITDA              | 115   | 229   | 255   | 308   | 348   |
| Interest charge     | 0     | 0     | 1     | 1     | 1     |
| Tax on income       | 24    | 42    | 46    | 56    | 62    |
| Earnings after tax  | 71    | 169   | 189   | 225   | 250   |
| Minority interest   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Normalized earnings | 92    | 166   | 189   | 223   | 250   |
| Extraordinary items | -24   | -4    | -0    | 0     | 0     |
| Net profit          | 68    | 162   | 188   | 223   | 250   |

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

| (Bt mn)                   | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|---------------------------|------|------|------|-------|-------|
| Net profit                | 68   | 162  | 188  | 223   | 250   |
| Deprec. & amortization    | 19   | 19   | 19   | 27    | 35    |
| Change in working capital | 57   | 54   | 15   | -55   | -27   |
| Other adjustments         | 3    | 6    | 0    | 2     | 0     |
| Cash flow from operations | 148  | 241  | 222  | 197   | 258   |
| Capital expenditure       | -5   | -33  | -33  | -40   | -40   |
| Others                    | 19   | -2   | 1    | 1     | -1    |
| Cash flow from investing  | 13   | -35  | -33  | -39   | -41   |
| Free cash flow            | 161  | 206  | 190  | 158   | 217   |
| Net borrowings            | -1   | -5   | 14   | -1    | -1    |
| Equity capital raised     | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     |
| Dividends paid            | -76  | -121 | -164 | -201  | -225  |
| Others                    | -1   | 4    | 4    | -6    | 1     |
| Cash flow from financing  | -78  | -122 | -146 | -207  | -224  |
| Net change in cash        | 83   | 84   | 43   | -49   | -7    |

**Balance Sheet (Consolidated)**

| (Bt mn)                     | 2018 | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E |
|-----------------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| Cash & ST investment        | 472  | 557   | 600   | 551   | 543   |
| Accounts receivable         | 318  | 312   | 242   | 323   | 361   |
| Inventory                   | 63   | 40    | 35    | 43    | 48    |
| Other current assets        | 4    | 2     | 3     | 8     | 9     |
| Total current assets        | 857  | 911   | 879   | 925   | 961   |
| Investments                 | 3    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Plant, property & equipment | 90   | 104   | 119   | 133   | 138   |
| Other assets                | 12   | 14    | 13    | 9     | 11    |
| Total assets                | 962  | 1,029 | 1,012 | 1,067 | 1,110 |
| Short-term loans            | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Accounts payable            | 270  | 267   | 214   | 270   | 285   |
| Current maturities          | 2    | 1     | 5     | 5     | 5     |
| Other current liabilities   | 17   | 42    | 35    | 19    | 21    |
| Total current liabilities   | 288  | 310   | 255   | 294   | 311   |
| Long-term debt              | 3    | 2     | 16    | 15    | 14    |
| Other non-current liab.     | 13   | 19    | 19    | 13    | 14    |
| Total non-current liab.     | 16   | 20    | 34    | 28    | 28    |
| Total liabilities           | 304  | 330   | 289   | 322   | 340   |
| Registered capital          | 152  | 152   | 152   | 152   | 152   |
| Paid up capital             | 152  | 152   | 152   | 152   | 152   |
| Share premium               | 427  | 427   | 427   | 427   | 427   |
| Legal reserve               | 15   | 15    | 15    | 15    | 15    |
| Retained earnings           | 63   | 104   | 129   | 151   | 176   |
| Minority Interests          | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Shareholders' equity        | 657  | 698   | 723   | 745   | 770   |

**Important Ratios (Consolidated)**

|                            | 2018  | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Growth (%)</b>          |       |       |       |       |       |
| Revenue                    | 0.6   | 17.9  | -13.5 | 19.7  | 11.7  |
| EBITDA                     | -27.4 | 100.0 | 11.1  | 21.1  | 12.8  |
| Net profit                 | -39.2 | 137.0 | 16.2  | 18.4  | 12.0  |
| Normalized earnings        | -18.0 | 80.3  | 13.4  | 18.3  | 12.0  |
| <b>Profitability (%)</b>   |       |       |       |       |       |
| Gross profit margin        | 28.8  | 30.7  | 33.9  | 34.0  | 34.2  |
| EBITDA margin              | 8.9   | 15.1  | 19.4  | 19.6  | 19.8  |
| EBIT margin                | 7.4   | 13.9  | 18.0  | 17.9  | 17.8  |
| Normalized profit margin   | 7.1   | 10.9  | 14.3  | 14.2  | 14.2  |
| Net profit margin          | 5.3   | 10.7  | 14.3  | 14.2  | 14.2  |
| Normalized ROA             | 9.6   | 16.2  | 18.6  | 20.9  | 22.5  |
| Normalize ROE              | 14.0  | 23.8  | 26.1  | 29.9  | 32.4  |
| Normalized ROCE            | 14.2  | 29.3  | 31.2  | 36.5  | 39.2  |
| <b>Risk (x)</b>            |       |       |       |       |       |
| D/E                        | 0.5   | 0.5   | 0.4   | 0.4   | 0.4   |
| Net D/E                    | -0.3  | -0.3  | -0.4  | -0.3  | -0.3  |
| Net debt/EBITDA            | 2.0   | 1.4   | 0.3   | 0.5   | 0.6   |
| <b>Per share data (Bt)</b> |       |       |       |       |       |
| Reported EPS               | 0.11  | 0.27  | 0.31  | 0.37  | 0.41  |
| Normalized EPS             | 0.15  | 0.27  | 0.31  | 0.37  | 0.41  |
| EBITDA                     | 0.19  | 0.38  | 0.42  | 0.51  | 0.57  |
| Book value                 | 1.08  | 1.15  | 1.19  | 1.23  | 1.27  |
| Dividend                   | 0.13  | 0.24  | 0.30  | 0.33  | 0.37  |
| Par                        | 0.25  | 0.25  | 0.25  | 0.25  | 0.25  |
| <b>Valuations (x)</b>      |       |       |       |       |       |
| P/E                        | 70.2  | 29.6  | 25.5  | 21.5  | 19.2  |
| Norm P/E                   | 52.1  | 28.9  | 25.5  | 21.5  | 19.2  |
| P/BV                       | 7.3   | 6.9   | 6.6   | 6.4   | 6.2   |
| EV/EBITDA                  | 43.9  | 22.3  | 19.2  | 16.1  | 14.4  |
| Dividend yield (%)         | 1.6   | 3.0   | 3.8   | 4.2   | 4.7   |

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.วิญญู แขวงลุมพินี<br>เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร<br>02-690-4100                                | <b>สาขา เคียนหวน (สิ้นธร 2)</b><br>140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18<br>ถ.วิญญู 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.บางกระสอ 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.รุดมวิมล<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 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, PS, 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 เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 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