

TU (TU TB)

BUY

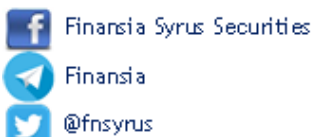
บมจ. ไทยยูเนียน กรุ๊ป

Previous	BUY
2021 Target Price (Bt)	22.0
Price (01/06/2021)	17.9
up/downside (%)	+22.9
SET Index	1,618.59
Sector	Food & Beverage
Foreign limit/actual (%)	45.00/29.96
Free float (%)	60.55
Market cap (Bt m)	85,415.50
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	445.74
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	18.80, 13.40, 15.39
IOD 2020	5
THAI CAC	Certified

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	132,402	132,126	137,411	144,282
Normalized profit	6,551	6,521	6,874	7,156
Net profit	6,246	6,521	6,874	7,156
EPS (Bt) - norm	1.31	1.31	1.38	1.50
EPS (Bt)- reported	1.26	1.31	1.38	1.50
% growth y-y	63.7	4.4	5.4	4.1
Dividend/share (Bt)	0.72	0.76	0.79	0.85
BV/share (Bt)	10.85	11.28	11.92	12.56
EV/EBITDA (x)	12.5	12.5	12.0	11.6
PER (x) - norm	13.6	13.7	13.0	11.9
PER (x)	14.2	13.7	13.0	11.9
PBV (x)	1.6	1.6	1.5	1.4
Dividend yield (%)	4.0	4.2	4.4	4.8
ROE (%)	12.6	12.0	12.0	11.9
YE No. of shares (million)	4,772	4,772	4,772	4,772
Par (Bt)	0.25	0.25	0.25	0.25

Source: Company data, Finansia estimates

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



เริ่มขยายธุรกิจ Pet Care ในญี่ปุ่น

ประกาศขยายธุรกิจ Pet Care ในตลาดญี่ปุ่น โดยจัดตั้งบริษัทย่อยร่วมกับพันธมิตรชาวญี่ปุ่น ซึ่งเป็นผู้บริหารบริษัทที่ดำเนินธุรกิจเกี่ยวกับ Pet Care ในญี่ปุ่น และเป็นคู่ค้ากันอยู่แล้ว จะเข้ามาช่วยทั้งด้านกฎหมายและการทำการตลาด มองบวกต่อธุรกรรมนี้ เพราะปัจจุบันญี่ปุ่นเป็นตลาด Pet Care อันดับ 3 ของบริษัทอยู่แล้ว รองจาก US และ EU และเป็นตลาดที่ให้ความสำคัญกับสัตว์เลี้ยง โดยที่ผ่านมามูลค่าตลาด Pet Food ในญี่ปุ่นมีอัตราการเติบโตที่ใกล้เคียงตลาดโลกอยู่ที่ราว 3-4% ต่อปี สอดคล้องกับเป้าหมายของบริษัทที่ต้องการสร้างการเติบโตในธุรกิจ Pet Care ในระยะยาวและมีแผนที่จะ Spin-Off ในอนาคตด้วย ทั้งนี้เรายังคงกำไรสุทธิปี 2021-22 เติบโต +4.4% Y-Y และ +5.4% Y-Y ตามลำดับ และคงราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 22 บาท (อิง PE เดิม 17 เท่า) ราคาหุ้นปัจจุบันเทรดบน Forward PE 2021-22 เพียง 13.7 เท่า และ 13 เท่า ตามลำดับ ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 16-17 เท่า และต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่ม Food Processor ที่ 17.5 เท่า คงคำแนะนำซื้อ

จัดตั้งบริษัทย่อยรุกตลาด Pet Care ในญี่ปุ่น

วานนี้บริษัทได้แจ้งตลาดจัดตั้งบริษัทย่อยในญี่ปุ่นชื่อว่า Japan Pet Nutrition โดยจะเข้าถือหุ้น 90% และอีก 10% ถือโดยคุณทาเคชิโกะ มิอูระ เบื้องต้นมีทุนจดทะเบียน 5 ล้านเยน (หรือราว 1.4 ล้านบาท) เพื่อขยายธุรกิจผลิตภัณฑ์อาหารสัตว์และสินค้าเกี่ยวกับสัตว์เลี้ยงสู่ตลาดญี่ปุ่น และจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ภายใต้แบรนด์ของบริษัท สร้างฐานลูกค้าใหม่ในประเทศญี่ปุ่น รวมถึงแสวงหาโอกาสทางธุรกิจใหม่ๆ ให้แก่กลุ่มบริษัท

ใครคือพันธมิตร

คุณทาเคชิโกะ มิอูระ คือผู้บริหารของบริษัท Sanmate Cat Food ซึ่งมีแบรนด์อาหารสัตว์เลี้ยง และอุปกรณ์สำหรับสัตว์เลี้ยงเป็นของตนเอง ถือเป็นหนึ่งในกลุ่ม OEM ของ TU และยังเป็น Local Partner ที่จะเข้ามาช่วยขยายตลาดในญี่ปุ่น โดยสามารถอำนวยความสะดวกทั้งในด้านกฎหมายที่ค่อนข้างซับซ้อนในญี่ปุ่น และบริษัทพันธมิตรที่มีฐานลูกค้าระดับหนึ่ง สามารถช่วยในด้านการตลาดได้

มองบวกต่อธุรกรรมนี้

ปัจจุบันบริษัทมีสัดส่วนรายได้จากญี่ปุ่นราว 5% ของรายได้รวม ซึ่งแบ่งออกเป็น Pet Care มากสุดที่ 48% รองมาคือ Frozen 37% และ Ambient 12% ทั้งนี้หากพิจารณาเป็นรายสินค้าพบว่ารายได้จาก Pet Care อยู่ที่ 17.6% ของรายได้รวม นั่นหมายถึงปัจจุบันบริษัทมีรายได้ Pet Care จากญี่ปุ่นอยู่ที่ราว 13.7% ของรายได้ Pet Care (หรือราว 2.4% ของรายได้รวม) ถือเป็นตลาดใหญ่อันดับ 3 ของบริษัท รองจาก US และ EU ซึ่งหากพิจารณาในแง่มูลค่าตลาด Pet Food โลกที่ราว US\$103bn (แบ่งเป็นอาหารสุนัข 62%, แมว 23%) และคาดในช่วงปี 2021-2025 จะมีการเติบโต 4.1% CAGR โดยตลาด North America มีส่วนแบ่งตลาดมากที่สุด 38% รองมาคือ Europe 32% ส่วนตลาดญี่ปุ่นมีมูลค่า Pet Food อยู่ที่ US\$3.4bn คิดเป็น 3.4% ของมูลค่าตลาดโลก แม้สัดส่วนยังไม่มาก แต่มีอัตราการเติบโตที่เฉลี่ย 3% ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา และคาดใน 2 ปีข้างหน้าจะสามารถเติบโตได้ใกล้เคียงกับมูลค่าของโลก โดยเป็นตลาดที่ให้ความสำคัญกับสัตว์เลี้ยงเช่นเดียวกัน สอดคล้องกับกลยุทธ์ของบริษัทที่เน้นการเติบโตของธุรกิจ Pet Care ซึ่งเป็นสินค้าที่มาร์จินดี และยังมีแผน Spin-Off ธุรกิจ Pet Care เพื่อ Listed ในตลาดในอนาคตด้วย

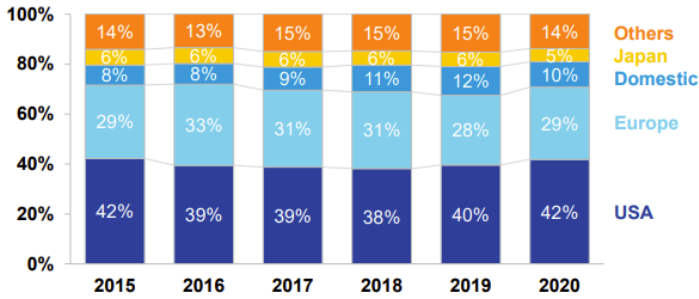
คงประมาณการกำไรและราคาเป้าหมาย

ระยะสั้นคาดการณ์กำไร 2Q21 ยังอยู่ในระดับที่ดีราว 1.7-1.8 พันล้านบาท (ทรงตัว Q-Q, โตเล็กน้อย Y-Y) แม้รายได้ Ambient จะเริ่มลดลงเพราะไม่มี Panic Buy เหมือนช่วงก่อนหน้า แต่เชื่อว่ารายได้จาก Frozen จะฟื้นตัวและ Pet Care จะยังโตดีมาช่วยชดเชยได้ ในขณะที่ราคาปลาแห้งยังอยู่ในระดับต่ำ โดยราคาเฉลี่ย 2QTD เท่ากับ US\$1,300 ต่อตัน (ทรงตัว Q-Q, +2.6% Y-Y) ยังเอื้อต่อการบริหารจัดการวัตถุดิบและเป็นบวกต่อมาร์จินของบริษัท ยังคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2021-22 ไว้ที่ 6,521 ล้านบาท (+4.4% Y-Y) และ 6,874 ล้านบาท (+5.4% Y-Y) ตามลำดับ และคงราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 22 บาท (อิง PE เดิม 17 เท่า)

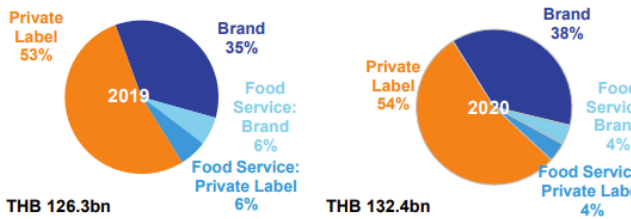
Company Overview

TU ประกอบธุรกิจผลิตและส่งออกอาหารทะเลแช่แข็ง ถือเป็นผู้ผลิตอาหารทะเลแช่แข็งและบรรจุกระป๋องรายใหญ่ อาทิ ปลาทูน่า กุ้ง ปลาซาร์ดีนและแมคเคอเรล และอาหารสัตว์เลี้ยง โดยมีแบรนด์หลักในไทย ได้แก่ Sealect และ Fisho เป็นต้น นอกจากนี้ยังมีบริษัทย่อยในต่างประเทศได้แก่ Tri-union Seafood เจ้าของแบรนด์ Chicken of the Sea เป็นแบรนด์อาหารทะเลกระป๋องอันดับ 3 ในสหรัฐ และ TUE Group (เดิมชื่อ MW Brands) ดำเนินธุรกิจอาหารทะเลกระป๋องในยุโรป หลากหลายแบรนด์ เช่น John West, Petit Navire, Paramentier, King Oscar, Mareblu, Rugenfisch เป็นต้น ทำให้บริษัทกลายเป็นผู้ผลิตปลาทูน่าบรรจุกระป๋องอันดับ 1 ของโลก และเป็นผู้นำในตลาดอาหารทะเลแช่แข็งและบรรจุกระป๋องทั่วโลก

Sales Breakdown by Geographic



Sales Breakdown by Business



นอกจากนี้ยังมีการลงทุนในบริษัทย่อยอื่นกว่า 80 แห่ง ทั้งในและต่างประเทศ ครอบคลุมธุรกิจอาหารสำเร็จรูป อาหารว่าง อาหารแปรรูป โดยเน้นอาหารทะเลเป็นหลัก รวมถึงขยายเข้าสู่ธุรกิจอาหารสัตว์ พัฒนาสายพันธุ์กุ้งเพื่อจำหน่าย ธุรกิจโรงเพาะฟัก และอนุบาลลูกกุ้ง และฟาร์มเลี้ยงกุ้ง เป็นต้น

ปัจจุบันกลุ่มบริษัทมีโรงงานทั้งสิ้น 29 แห่ง ตั้งอยู่ที่ไทย 13 แห่ง (สมุทรสาคร 6, สงขลา 4, กทม. 2, นครศรีธรรมราช 1) และประเทศอื่นทั่วโลกทั้งในสหรัฐ ยุโรป และเอเชียอีก 16 แห่ง

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ TU โดยอิงวิธี PE ที่ 17 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยย้อนหลังของบริษัท

ESG

Environment

- TU ตระหนักถึงความรับผิดชอบต่อการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อมในทุกการดำเนินงานและในห่วงโซ่อุปทานด้วย Sea Change ซึ่งเป็นกลยุทธ์ความยั่งยืนของบริษัท ครอบคลุมตั้งแต่วิธีการดูแลท้องทะเลไปจนถึงการจัดการของเสีย ต้องสามารถตรวจสอบย้อนกลับถึงแหล่งที่มาของผลิตภัณฑ์อาหารทะเลของบริษัทได้อย่างเต็มรูปแบบ
- กิจกรรมที่บริษัทดำเนินการภายใต้กลยุทธ์ Sea Change เช่น โครงการพัฒนาประมงอวนล้อมปลาทูน่าในมหาสมุทรอินเดียร่วมกับองค์กรกองทุนสัตว์ป่าสากลโลก WWF, ร่วมกับองค์กรระหว่างประเทศเพื่อการอนุรักษ์ทรัพยากรธรรมชาติ IUCN กรมทรัพยากรทางทะเลและชายฝั่ง, เปิดตัวโครงการนำร่องเพื่อทดสอบรูปแบบการวัดข้อมูลการจับปลาแบบอิเล็กทรอนิกส์และระบบการตรวจสอบย้อนกลับ โดยมีการเชื่อมจาก Application บนมือถือและสัญญาณดาวเทียมในการแก้ปัญหาประมงผิดกฎหมาย

Social

- บริษัทให้ความสำคัญกับการพัฒนาอย่างยั่งยืน ด้วยการสร้างมาตรฐานความรับผิดชอบต่อเศรษฐกิจ สังคมและสิ่งแวดล้อม โดยมีกลยุทธ์ประกอบด้วย 4 หัวข้อหลักคือ 1. แรงงานปลอดภัยและถูกกฎหมาย 2. จัดหาวัตถุดิบด้วยความรับผิดชอบต่อสังคม 3. ดำเนินงานด้วยความรับผิดชอบต่อชุมชนและสังคม
- กิจกรรมที่บริษัทดำเนินการเพื่อพัฒนาและส่งเสริมชุมชนและสังคม เช่น จัดตั้งศูนย์เตรียมความพร้อมเด็กก่อนวัยเรียน เพื่อลูกหลานแรงงานข้ามชาติและแรงงานท้องถิ่นใน จ. สมุทรสาคร, จัดตั้งศูนย์พัฒนาศักยภาพด้านภาษา AEC, โครงการประชารัฐ ส่งเสริมด้านการศึกษาครอบคลุมจังหวัดสมุทรสาคร สมุทรสงคราม เพชรบุรี และประจวบคีรีขันธ์ รวมถึงให้ข้อมูลด้านโภชนาการแก่ชุมชนท้องถิ่น

Governance

- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการ 12 คน ประกอบด้วยกรรมการอิสระ 4 คน ถือว่าไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมดสอดคล้องตามเกณฑ์ เพื่อเป็นการถ่วงดุลอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกเสียง และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- บริษัทให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อสร้างการเติบโตอย่างยั่งยืน และได้รับการยอมรับจากภายในและต่างประเทศ ทำให้บริษัทได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในระดับ ดีเลิศ ต่อเนื่องเป็นปีที่ 4 ติดต่อกัน โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย และได้คะแนนเต็ม 100 ในการประเมินคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น
- บริษัทห้ามไม่ให้กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานที่รู้ข้อมูลภายในของบริษัท ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทในช่วงระยะเวลา 1 เดือนก่อนการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชน

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงด้านข้อกำหนดและกฎระเบียบในต่างประเทศ

เนื่องจากมีฐานการผลิตและฐานลูกค้ากระจายอยู่ทั่วโลก จึงต้องมีการเกี่ยวข้องกับกฎหมายและกฎระเบียบในหลายประเทศที่มีการดำเนินงานอยู่ ทั้งกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับทรัพย์สินทางปัญญา ความรับผิดชอบต่อสินค้า การป้องกัน การผูกขาดทางการค้า การแข่งขันทางการค้า สิ่งแวดล้อม การจ้างงาน เป็นต้น ซึ่งหากบริษัทไม่ตระหนักถึงการเปลี่ยนแปลง และปรับตัวให้สอดคล้องกับกฎระเบียบต่างๆ ได้ทันถ่วงที อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้อย่างมีนัยสำคัญได้

ความเสี่ยงจากอุปสรรคทางการค้าด้านภาษีและไม่ใช่ภาษี

อุปสรรคทางการค้าด้านภาษี เช่น สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนที่ปรับขึ้นอัตราภาษีนำเข้าผลิตภัณฑ์อาหารทะเล 25%, การถอนตัวออกจากสหภาพยุโรปของอังกฤษ อาจทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงภาษีนำเข้าและส่งออก ระหว่างอังกฤษและประเทศอื่น ส่วนอุปสรรคทางการค้าที่ไม่ใช่ภาษี ส่วนใหญ่เกี่ยวข้องกับความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม อาจส่งผลกระทบต่อเงื่อนไขทางการค้า หรือความสามารถในการแข่งขันด้านต้นทุนของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากการแข่งขันที่รุนแรง

อุตสาหกรรมปลาและอาหารทะเลเป็นอุตสาหกรรมที่มีการแข่งขันสูงและพัฒนาการอย่างต่อเนื่อง ทั้งจากพฤติกรรมผู้บริโภคทั่วโลกที่เปลี่ยนแปลงไป ส่งผลให้ผลิตภัณฑ์อาหารทะเลบรรจุกระป๋องดั้งเดิมมีการเติบโตในอัตราชะลอตัว รวมถึงกำลังเปลี่ยนไปสู่การใส่ใจสุขภาพ ไลฟ์สไตล์ที่สะดวกสบาย และความต้องการผลิตภัณฑ์ที่จัดทำมาด้วยวิธีการยั่งยืน นอกจากนี้ยังต้องเผชิญกับการแข่งขันรุนแรงในผลิตภัณฑ์หลักอย่าง ทูน่า กุ้ง และแซลมอน ล้วนแล้วแต่เป็นความเสี่ยงที่บริษัทต้องหาวิธีการจัดการ และปรับตัวให้ทันกับการแข่งขันที่รุนแรงขึ้น

ความเสี่ยงจากในการจัดหาและราคาวัตถุดิบ

ราคาวัตถุดิบที่สำคัญของบริษัทคือ ปลาทูน่า และกุ้ง ซึ่งถือเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ชนิดหนึ่ง ที่ไม่มีเครื่องมือบริหารความเสี่ยงโดยตรง และมีการเปลี่ยนแปลงราคาเพิ่มขึ้นหรือลดลงอย่างรวดเร็ว ซึ่งหากบริษัทไม่มีวิธีการบริหารจัดการที่ดี อาจกระทบต่อความสามารถในการกำไรของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

เนื่องจากบริษัทมีรายได้จากการส่งออกและธุรกิจในประเทศสัดส่วนราว 90% ของรายได้รวม โดยมีรายได้เป็นสกุลเงินตราต่างประเทศ USD EUR และ GBP ในขณะที่มีการนำเข้าวัตถุดิบในรูปสกุลเงิน USD ทำให้สามารถป้องกันความเสี่ยงโดยธรรมชาติได้ระดับหนึ่ง อย่างไรก็ตาม ยังมีรายได้ในส่วนที่ไม่ถูกป้องกันโดย Natural Hedge ที่ถือเป็นความเสี่ยง และอาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้ในกรณีที่ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้น

ความเสี่ยงจากการขาดแคลนแรงงานหรือค่าแรงขั้นต่ำปรับตัวสูงขึ้น

เนื่องจากอุตสาหกรรมอาหาร โดยเฉพาะอาหารทะเล ถือเป็นธุรกิจที่พึ่งพิงแรงงานเข้มข้น เพราะในสายการผลิตบางสาย เช่น การถอดก้างปลา ที่ไม่สามารถใช้เครื่องจักรแทนคนได้ ทำให้ยังต้องอาศัยแรงงานจำนวนมาก ปัจจุบันแรงงานของบริษัทพึ่งพิงแรงงานต่างด้าวราวครึ่งหนึ่งของแรงงานทั้งหมด จึงอาจมีความเสี่ยงที่บริษัทอาจประสบปัญหาขาดแคลนแรงงาน หรือในกรณีที่มีการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำอาจกระทบต่อต้นทุนของบริษัทได้

Income Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	126,275	132,402	132,126	137,411	144,282
Cost of sales	106,165	108,985	109,665	113,982	119,682
Gross profit	20,110	23,418	22,461	23,429	24,600
SG&A	16,266	15,596	15,459	16,077	17,025
Operating profit	5,483	9,531	8,720	9,138	9,450
Other income	1,639	1,710	1,718	1,786	1,876
EBIT	5,483	9,531	8,720	9,138	9,450
EBITDA	9,174	13,486	12,976	13,643	14,206
Interest charge	2,056	1,724	1,784	1,855	1,872
Tax on income	158	724	555	583	606
Earnings after tax	3,270	7,083	6,381	6,700	6,972
Minority interest	-352	-263	-396	-412	-433
Normalized earnings	5,054	6,551	6,521	6,874	7,156
Extraordinary items	-1,238	-305	0	0	0
Net profit	3,816	6,246	6,521	6,874	7,156

Cash Flow Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net profit	3,816	6,246	6,521	6,874	7,156
Deprec. & amortization	3,691	3,955	4,255	4,505	4,755
Change in working capital	2,343	2,487	-631	-1,329	-1,732
Other adjustments	790	-574	536	586	617
Cash flow from operations	10,640	12,114	10,681	10,636	10,797
Capital expenditure	-3,124	-4,737	-6,000	-5,000	-5,000
Others	2,651	1,796	2,485	-1,712	-2,080
Cash flow from investing	-473	-2,941	-3,515	-6,712	-7,080
Free cash flow	10,166	9,173	7,166	3,925	3,717
Net borrowings	789	-5,539	-929	-387	-60
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	-2,005	-4,369	-3,604	-3,788	-4,079
Others	-5,846	2,331	-1,937	407	529
Cash flow from financing	-7,062	-7,577	-6,470	-3,768	-3,610
Net change in cash	3,104	1,597	696	157	107

Balance Sheet (Consolidated)					
(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	4,689	6,286	6,982	7,139	7,246
Accounts receivable	14,869	13,320	14,407	14,983	15,733
Inventory	36,873	38,546	36,054	37,474	39,347
Other current assets	3,115	2,312	2,651	2,756	2,894
Total current assets	59,547	60,465	60,094	62,352	65,220
Investments	22,094	21,820	21,820	21,820	21,820
Plant, property & equipment	25,910	26,691	28,435	28,930	29,175
Other assets	34,358	35,599	31,710	32,979	34,628
Total assets	141,909	144,575	0	1	2
Short-term loans	11,182	13,406	12,432	11,744	12,356
Accounts payable	19,323	19,068	19,529	20,298	21,313
Current maturities	4,098	8,147	4,000	4,000	4,000
Other current liabilities	1,205	3,392	1,233	1,237	1,250
Total current liabilities	35,808	44,013	37,194	37,279	38,920
Long-term debt	44,625	36,862	36,907	37,208	36,536
Other non-current liab.	9,681	7,964	10,174	10,581	11,110
Total non-current liab.	54,306	44,825	47,081	47,789	47,646
Total liabilities	90,114	88,838	84,275	85,068	86,565
Registered capital	1,493	1,493	1,493	1,493	1,493
Paid up capital	1,193	1,193	1,193	1,193	1,193
Share premium	19,948	19,948	19,948	19,948	19,948
Legal reserve	149	149	149	149	149
Retained earnings	27,133	30,895	32,927	36,013	39,090
Minority Interests	3,372	3,551	3,567	3,710	3,896
Shareholders' equity	51,795	55,737	57,785	61,014	64,277

Key Ratios					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Growth (%)					
Revenue	-5.3	4.9	-0.2	4.0	5.0
EBITDA	13.5	47.0	-3.8	5.1	4.1
Net profit	17.2	63.7	4.4	5.4	4.1
Normalized earnings	23.6	29.6	-0.5	5.4	4.1
Profitability (%)					
Gross profit margin	15.9	17.7	17.0	17.1	17.1
EBITDA margin	7.3	10.2	9.8	9.9	9.8
EBIT margin	4.3	7.2	6.6	6.7	6.6
Normalized profit margin	4.0	4.9	4.9	5.0	5.0
Net profit margin	3.0	4.7	4.9	5.0	5.0
Normalized ROA	3.6	4.5	4.6	4.7	4.7
Normalized ROE	10.4	12.6	12.0	12.0	11.9
Normalized ROCE	5.2	9.5	8.3	8.4	8.4
Risk (x)					
D/E	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4
Net D/E	1.8	1.6	1.4	1.4	1.3
Net debt/EBITDA	9.3	6.1	6.0	5.7	5.6
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.80	1.26	1.31	1.38	1.50
Normalized EPS	1.06	1.31	1.31	1.38	1.50
EBITDA	1.92	2.83	2.72	2.86	2.98
Book value	10.07	10.85	11.28	11.92	12.56
Dividend	0.47	0.72	0.76	0.79	0.85
Par	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Valuations (x)					
P/E	22.4	14.2	13.7	13.0	11.9
Norm P/E	16.9	13.6	13.7	13.0	11.9
P/BV	1.8	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	18.6	12.5	12.5	12.0	11.6
Dividend yield (%)	2.6	4.0	4.2	4.4	4.8

Source: Company data, Finansia research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

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

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

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

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้อื่นนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ 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, LI, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCOS, 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 ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน 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