

KSL (KSL TB)

บมจ. น้ำตาลขอนแก่น

T-BUY

| Previous | T-BUY |
|---------------------------------|------------------|
| 2022 Target Price (Bt) | 4.7 |
| Price (18/06/2021) | 3.9 |
| up/downside (%) | +20.5 |
| SET Index | 1,612.98 |
| Sector | Food & Beverage |
| Foreign limit/actual (%) | 40.00/4.68 |
| Free float (%) | 27.81 |
| Market cap (Bt m) | 17,199.91 |
| Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD) | 61.99 |
| hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD) | 4.90, 2.26, 3.83 |
| IOD 2020 | 5 |
| THAI CAC | Certified |

แนวโน้มกำไร 2022 ดูสดใสมากขึ้น

จากประชุมนักวิเคราะห์เมื่อวันศุกร์ ระยะสั้นแนวโน้มกำไร 2H21 ไม่ฟื้นตัว เพราะการส่งออกยังฟื้นตัวช้า กอปรกับเป็น Low Season ของธุรกิจเพราะผ่านช่วงหีบอ้อยไปแล้ว และคาดการณ์ปี 2022 จะสดใสมากขึ้น จากคาดการณ์อ้อยไทยปี 2021/22 เพิ่มขึ้นเป็นครั้งแรกในรอบ 4 ปี เป็นบวกต่อทั้งปริมาณขายและต้นทุนผลิตต่อหน่วยที่ลดลง (ลดการซื้อเชื้อเพลิงสำหรับผลิตไฟฟ้าจากภายนอก) กอปรกับแนวโน้มราคาขายสูงขึ้น ล่าสุดบริษัทได้ทยอยล็อกราคาขายปีหน้าไปแล้ว 17% ที่ราคาสูงกว่าปีนี้ +7% ทั้งนี้เราปรับลดกำไรปกติปี 2021 ลงเล็กน้อย 7% เป็นการเติบโต +90% Y-Y และคาดโตต่อเนื่องในปี 2022 รว +47.7% Y-Y และปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 4.7 บาท (อิง PBV เท่า, Implied PE2022 ที่ 17.4 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ย) ยังแนะนำเชิงกำไร เพราะราคาหุ้นมีความสัมพันธ์กับราคาน้ำตาลมากกว่าผลประกอบการ ในขณะที่เรามองราคาน้ำตาลได้ผ่านพีคไปแล้ว คาดราคาจะอ่อนตัวในช่วง 2H21 - 2022 ระยะสั้น แนวโน้มกำไร 2H21 ไม่ฟื้นตัว

บริษัทมีกำไรปกติ 1H21 (พ.ย.20-เม.ย.21) เท่ากับ 457 ลบ. (+52% Y-Y) แนวโน้มกำไรในช่วง 2H21 ไม่ฟื้นตัว เพราะ 1. ปริมาณส่งออกน้ำตาลยังไม่ฟื้นตัว Demand โดยรวมถูกกระทบจาก COVID-19 ทำให้ลูกค้าบางรายชะลอการรับสินค้า น่าจะเริ่มฟื้นใน 4Q21 และ 1Q22 ทั้งนี้ 1H21 มีปริมาณขายน้ำตาลทั้งหมดที่ 1.65 แสนตัน (-54% Y-Y) คิดเป็นเพียง 32% ของปริมาณน้ำตาลที่ผลิตได้ทั้งปี 2. ราคาขายโดยเฉลี่ยใน 3Q21 น่าจะอ่อนลง Q-Q จาก 15,855 บาท/ตัน ใน 2Q21 เพราะเชื่อว่าปริมาณขายน้ำตาลส่งออกน่าจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อย ในขณะที่ขายในประเทศใกล้เคียงเดิมไตรมาสละ 4-5 หมื่นตัน เนื่องจากราคาขายส่งออกปัจจุบัน (13,000-14,000 บาท/ตัน) ยังต่ำกว่าราคาขายในประเทศ (17,800 บาท/ตัน) และ 3. ปกติ 2H เป็น Low Season ของธุรกิจ เพราะผ่านพ้นช่วงหีบอ้อย โดยเฉพาะปริมาณการขายไฟที่ต่ำสุดของปีใน 4Q เมื่อต้นคาดการณ์ 3Q21-4Q21 อยู่ที่ราว 150-170 ลบ.ต่อไตรมาส ต่ำกว่าเดิมที่เคยมองว่าจะอยู่ที่ราว 200-250 ลบ.ต่อไตรมาส ดังนั้นเราปรับลดกำไรปกติปี 2021 ลง 7% เป็น 800 ลบ. (+90% Y-Y)

เรามองราคาน้ำตาลผ่านพีคแล้ว

ราคาน้ำตาลทรายดิบนิวยอร์กเฉลี่ย 2021 YTD เท่ากับ 16.53 เซนต์ต่อปอนด์ (+28.4% Y-Y) โดยไปทำจุดสูงสุดในรอบ 4 ปีที่ 18.1 เซนต์ต่อปอนด์ในวันที่ 11 พ.ค. ที่ผ่านมา และหลังจากนั้นก็ปรับลดลงจนล่าสุดมาอยู่ที่ 16.7 เซนต์ ทั้งนี้บริษัทมองกรอบราคาน้ำตาลในช่วงที่เหลือของปีอยู่ที่ 16-18 เซนต์ต่อปอนด์ โดยให้น้ำหนักไปที่ปัญหาภัยแล้งในบราซิล และปัจจุบันอยู่ในช่วงหีบอ้อยพอดี โดยคาดการณ์ผลผลิตน้ำตาลของบราซิลปีนี้ 2021/22 อยู่ที่ 35.5 ล้านตันน้ำตาล ลดลงจากปีก่อนที่ 36.8 ล้านตันน้ำตาล และค่าเงินเรียลบราซิลช่วงนี้ขยับแข็งค่าเมื่อเทียบกับ USD ถือเป็นปัจจัยหนุนราคาน้ำตาลตลาดโลก อย่างไรก็ตาม เราเริ่มมีมุมมองเป็นลบต่อราคาน้ำตาล โดยมองว่าอาจจะผ่านจุดสูงสุดของปีไปแล้ว 1. แม้ตลาดคาดการณ์ว่าน้ำตาลปี 2021/22 จะขาดดุลต่อเป็นปีที่ 3 แต่ขาดดุลลดลงเหลือ -0.95 ล้านตัน จากปี 2020/21 ที่ -2.87 ล้านตัน 2. การส่งออกน้ำตาลของอินเดียปีนี้ที่เพิ่มขึ้นเป็น 6 ล้านตัน จากผลผลิตที่เพิ่มขึ้น และรัฐบาลอินเดียอุดหนุนให้ตันละ US\$80 (ต้นทุนน้ำตาลอินเดียสูงกว่าราคาน้ำตาลตลาดโลก) และ 3. กองทุนเริ่มทยอยลดสถานะ Long ต่อเนื่อง

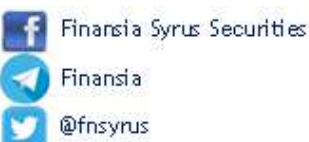
คาดการณ์ปี 2022 จะกลับมาสดใสมากขึ้น

คาดการณ์ปริมาณอ้อยไทยปี 2021/22 อยู่ที่ 85 ล้านตัน (+27.5% Y-Y) ปรับขึ้นครั้งแรกในรอบ 4 ปี และคาดการณ์เข้าหีบของ KSL จะเพิ่มขึ้นเป็น 6.37 ล้านตัน (+36.4% Y-Y) ในขณะที่บริษัทได้เริ่มล็อกราคาขายน้ำตาลส่งออกปีหน้าแล้วราว 17% (ใกล้เคียงอนท.) ที่ราคาเฉลี่ยราว 18.5 เซนต์ต่อปอนด์ (รวม Premium) +7% จึงคาดการณ์กำไรปี 2022 จะฟื้นตัวได้มากขึ้นเป็น 1,181 ลบ. (+47.7% Y-Y) เป็นกำไรปกติทะลุระดับ 1 พันลบ. ครั้งแรกในรอบ 8 ปี และปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 เป็น 4.7 บาท โดยปรับ Target PBV ขึ้นเป็น 1 เท่า จากเดิม 0.75 เท่า ให้สอดคล้องกับ PBV เฉลี่ยของบริษัท และ Implied เป็น PE2022 ที่ 17.4 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยที่ 17.5 เท่า แต่ยังคงคำแนะนำเชิงกำไร ตามราคาน้ำตาลตลาดโลก เพราะราคาหุ้นมีความสัมพันธ์กับราคาน้ำตาลมากกว่าผลประกอบการ

| Consolidated earnings | | | | |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| BT (mn) Ended-Oct | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| Revenue | 11,853 | 11,488 | 14,057 | 14,543 |
| Normalized profit | 421 | 800 | 1,181 | 1,272 |
| Net profit | -83 | 800 | 1,181 | 1,272 |
| EPS (Bt) - norm | 0.10 | 0.18 | 0.27 | 0.29 |
| EPS (Bt)- reported | -0.02 | 0.18 | 0.27 | 0.29 |
| % growth y-y | nm | nm | 47.7 | 7.7 |
| Dividend/share (Bt) | 0.05 | 0.07 | 0.10 | 0.10 |
| BV/share (Bt) | 4.31 | 4.60 | 4.78 | 4.92 |
| EV/EBITDA (x) | 27.5 | 15.8 | 13.1 | 12.4 |
| PER (x) - norm | 40.9 | 21.5 | 14.6 | 13.5 |
| PER (x) | nm | 21.5 | 14.6 | 13.5 |
| PBV (x) | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| Dividend yield (%) | 1.3 | 1.9 | 2.4 | 2.6 |
| ROE (%) | 2.2 | 3.9 | 5.6 | 5.9 |
| YE No. of shares (million) | 4,410 | 4,410 | 4,410 | 4,410 |
| Par (Bt) | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |

Source: Company data, FSS estimates

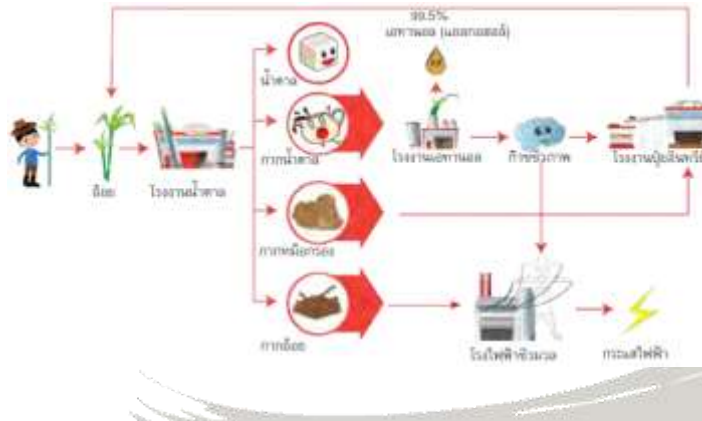
Analyst: Sureeporn Teewasuwet
 Register No.: 040694
 Tel.: +662 646 9972
 email: sureeporn.t@fnsyrus.com
 www.fnsyrus.com



Company Overview

KSL เป็นกลุ่มผู้ผลิตและจำหน่ายน้ำตาลทรายใหญ่เป็นอันดับ 3 ของประเทศ โดยมีกลุ่มธุรกิจทั้งหมด 5 โรงงานตั้งอยู่ที่ น้ำพอง จ.ขอนแก่น 1 โรง, วังสะพุง จ.เลย 1 โรง, ท่ามะกา จ.กาญจนบุรี 2 โรง และ จ.ชลบุรี 1 โรง ซึ่งสามารถแบ่งผลิตภัณฑ์น้ำตาลออกเป็น 5 ประเภทได้แก่ น้ำตาลทรายดิบ, น้ำตาลทรายดิบคุณภาพสูง, น้ำตาลทรายขาว, น้ำตาลทรายขาวบริสุทธิ์ และน้ำเชื่อม มีกำลังการผลิตในไทย 131,500 ตันต่อวัน และยังมีโรงงานน้ำตาลที่สหพันธรัฐ ประเทศลาว (3,000 ตันต่อวัน) และที่เกาะกง ประเทศกัมพูชา (6,000 ตันต่อวัน)

นอกจากนี้ยังมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องเช่น ธุรกิจเอทานอล, โรงงานผลิตก๊าซชีวภาพ, โรงงานผลิตปุ๋ยอินทรีย์ และโรงไฟฟ้า ซึ่งเป็นการนำผลพลอยได้จากกระบวนการที่บอ้อยไปใช้เป็นวัตถุดิบ เช่น กากน้ำตาล น้ำอ้อย กากอ้อย กากหม้อกรอง หรือน้ำเสีย



บริษัทมีการเข้าลงทุนในบริษัทร่วม 2 แห่งคือ TSTE และ BBGI ซึ่งเป็นบริษัทที่ร่วมทุนกับ บมจ.บางจาก คอร์ปอเรชั่น (BCP) โดย KSL เข้าถือ BBGI ในสัดส่วน 40% ซึ่งดำเนินธุรกิจเป็น Holding company ที่ลงทุนในธุรกิจผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์ชีวภาพได้แก่ การผลิตไบโอดีเซล (330 ล้านลิตรต่อปี), การผลิตเอทานอลจากกากน้ำตาลที่โรงงานน้ำพอง (49.5 ล้านลิตรต่อปี) และการผลิตเอทานอลจากกากน้ำตาลที่โรงงานบ่อพลอย (99 ล้านลิตรต่อปี)

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2022 ของ KSL อิง PBV 1 เท่า ปรับขึ้นจาก 0.75 เท่า สอดคล้องกับค่าเฉลี่ยของบริษัท ไกล่เคียงค่าเฉลี่ยของบริษัท ซึ่ง Implied เป็น PE ที่ 17.4 เท่า ไกล่เคียง PE เฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังที่ราว 17.5 เท่า

ESG

Environment

- ผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมที่สำคัญของกระบวนการผลิตน้ำตาลทรายเกิดจากน้ำเสียที่ใช้ในกระบวนการผลิต และฝุ่นขี้เถ้าที่เกิดจากการเผาไหม้ของหม้อไอน้ำ ซึ่งบริษัทได้คำนึงถึงและหามาตรการป้องกันเพื่อไม่ให้เกิดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม และให้เป็นไปตามมาตรฐานของกระทรวงอุตสาหกรรม
- ในธุรกิจผลิตไฟฟ้า บริษัทได้ผ่านการศึกษผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม (EIA) สำหรับโรงงานที่ขอนแก่นได้รับการขึ้นทะเบียนกับ CDM Executive Board เพื่อรับการสนับสนุนให้เป็นโครงการ CDM (Clean Development Mechanism) ตามอนุสัญญาเกียวโต โปรโตคอล ซึ่งลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก

Social

- วัตถุดิบอ้อยถือเป็นหัวใจสำคัญของโรงงานน้ำตาล บริษัทจึงให้ความสำคัญกับชาวไร่อ้อย โดยทำให้ชาวไร่อ้อยได้รับผลตอบแทนที่ดีในระยะยาว, สนับสนุนทางการเงินแก่ชาวไร่ รวมถึงเข้าใจและทราบปัญหาของชาวไร่โดยตรง สามารถเข้าไปช่วยเหลือได้ทันทีเพื่อสร้างแรงจูงใจให้กับชาวไร่ปลูกอ้อยเพื่อป้อนโรงงานต่อไป และเติบโตไปพร้อมกับโรงงาน
- บริษัทให้ความสำคัญกับการพัฒนาอย่างยั่งยืนตามกรอบ GRI (Global Reporting Initiative) ได้ส่งเสริมให้ผู้มีส่วนได้เสียของบริษัทมีส่วนร่วมในการจัดกิจกรรม หรือเข้าไปมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชนและสังคม สนับสนุนกิจกรรมเพื่อพัฒนาคุณภาพชีวิต และเสริมสร้างประโยชน์ของชุมชนและสังคม

Governance

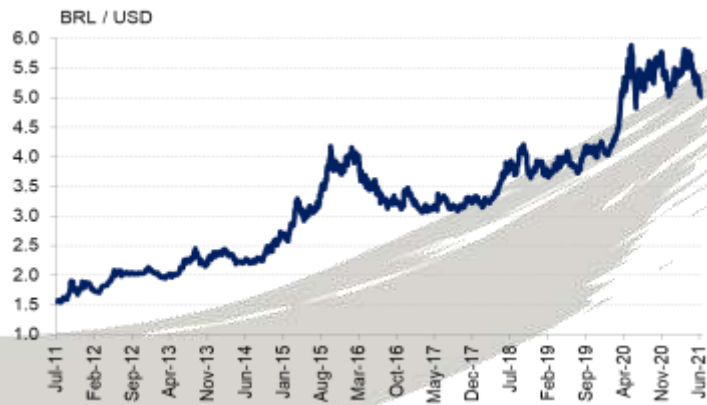
- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการ 20 คน ประกอบกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 10 คน ในจำนวนนี้มีกรรมการอิสระ 6 คน ถือว่าไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด สอดคล้องตามเกณฑ์เพื่อเป็นการถ่วงดุลอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกเสียง และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- คณะกรรมการบริษัทกำหนดหลักเกณฑ์ให้กรรมการของบริษัท และผู้บริหารระดับสูง ต้องรายงานการมีส่วนได้เสียของตนเองและบุคคลที่มีความเกี่ยวข้อง และกำหนดให้มีการทบทวนรายงานภายในเดือนตุลาคมของทุกปี และ/หรือทุกครั้งที่มีการเปลี่ยนแปลงข้อมูล โดยให้ส่งรายงานถึงฝ่ายเลขานุการของบริษัท ภายใน 7 วันทำการ
- บริษัทห้ามไม่ให้กรรมการและผู้บริหารทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทในช่วงระยะเวลา 1 เดือน ก่อนที่การเงินหรือข้อมูลภายในนั้นจะเปิดเผยต่อสาธารณชนและห้ามไม่ให้เปิดเผยข้อมูลที่เป็นสาระสำคัญนั้นต่อบุคคลอื่น

ราคาน้ำตาลทรามดิบนิวยอร์ค



Source: Bloomberg

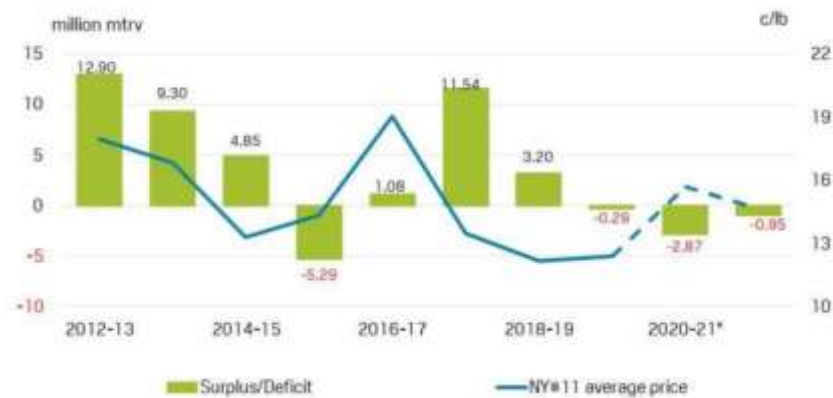
ค่าเงินเรียลบราซิลต่อ USD ช่วงนี้ปรับตัวแข็งค่าขึ้น - เป็นบวกต่อราคาน้ำตาล



Source: Bloomberg

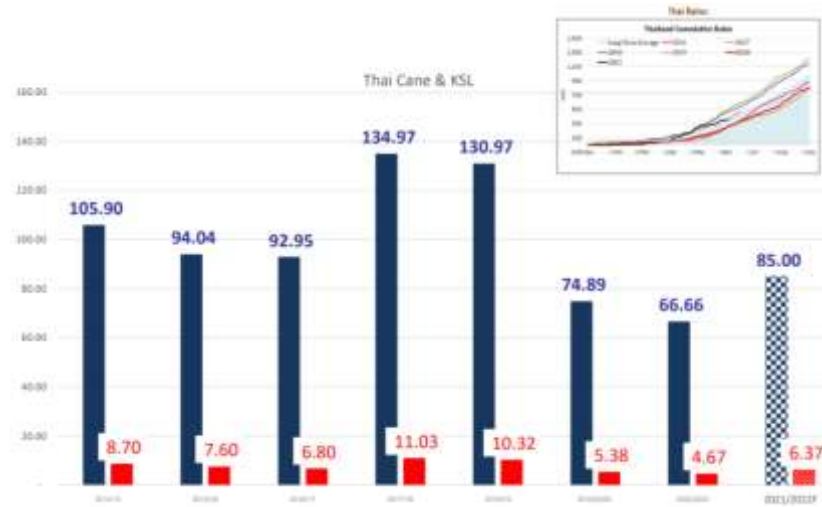
คาดการณ์ผลผลิตน้ำตาลโลกปี 2021/22 จะขาดดุลเป็นปีที่ 3 แต่ขาดดุลห้อยลง

GLOBAL SUGAR BALANCE AND WORLD PRICE



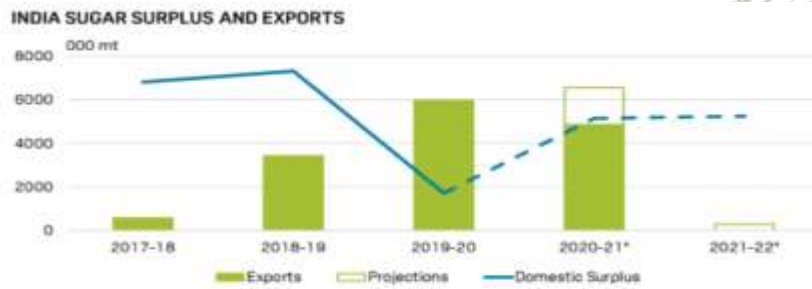
Source: KSL's Presentation (from S&P Global Platts Analytics)

คาดการณ์ปริมาณอ้อยไทยปี 2021/22 จะกลับมาเพิ่มขึ้นในรอบ 4 ปี อยู่ที่ 85 ล้านตันอ้อย
(สีน้ำเงิน : ปริมาณอ้อยไทย / สีแดง : ปริมาณอ้อยเข้าหีบของ KSL)



Source: KSL's Presentation (TSMC, KSL)

คาดการณ์ผลผลิตน้ำตาลส่วนเกิน และการส่งออกน้ำตาลของอินเดีย



*Forecast
Source: S&P Global Platts Analytics

Seasonal Rainfall (in mm) as on 7 June, 2021 (in per cent) recorded from 0830 IST of yesterday to 0830 IST of today

| Region | Actual | Normal | % Departure from Long Period Average |
|---------------------------|-------------|-------------|--------------------------------------|
| EAST & NORTHEAST INDIA | 57.4 | 61.0 | -6% |
| NORTHWEST INDIA | 13.5 | 8.7 | +56% |
| CENTRAL INDIA | 22.5 | 16.9 | +33% |
| SOUTH PENINSULA INDIA | 50.2 | 30.1 | +66% |
| COUNTRY AS A WHOLE | 30.7 | 24.0 | +28% |

**Estimate the Indian crop to increase to 31.5mmt sugar production for 21/22, after ethanol diversion.

Source: KSL's Presentation (from S&P Global Platts Analytics)

อหท.เริ่มลือกราคาน้ำตาลปีหน้าแล้วราว 16.7% ที่ระดับราคาเฉลี่ยสูงขึ้น

| Year | 2015/16 | 2016/17 | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22F |
|--|---------|----------|---------|---------|---------|----------|----------|
| TCSC Average Price for Raw Sugar (c/lb.) | 14.74 | 18.89 | 14.25 | 12.83 | 11.99 | 14.93 | 17.12 |
| | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 16.70% |
| Premium (c/lb.) | 0.66 | 1.47 | 0.76 | 0.58 | 1.40 | 2.35 | 1.39 |
| | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 36.50% |
| Exchange Rate (Baht/USD) | 35.04 | 34.17 | 32.27 | 32.45 | 31.70 | 31.08 | |
| | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 66% | |
| Cane Price (Baht/tonne of cane) | 881.47 | 1,083.86 | 790.62 | 680.77 | 833.22 | 1,006.20 | |

Source: KSL's Presentation (from TCSC)

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการจัดหาวัตถุดิบ

อ้อยถือเป็นวัตถุดิบหลักของบริษัท และเป็นหัวใจของกระบวนการผลิตน้ำตาล และต่อยอดไปยังธุรกิจอื่นๆที่ใช้ผลิตภัณฑ์ผลพลอยได้และของเสียที่ได้จากกระบวนการผลิตน้ำตาลมาเป็นวัตถุดิบเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่ม ในขณะที่ความผันผวนของปริมาณอ้อยเกิดจาก 2 สาเหตุคือ ปริมาณพื้นที่เพาะปลูกอ้อยน้อยลง และผลผลิตอ้อยต่อพื้นที่เพาะปลูกลดลง จากสภาพอากาศที่เปลี่ยนแปลงไป ดังนั้นหากปริมาณอ้อยลดลง อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญได้

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาน้ำตาลตลาดโลก

น้ำตาลถือเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ที่มีความผันผวนของราคาค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับสินค้าเกษตรชนิดอื่นๆ โดยขึ้นอยู่กับอุปสงค์ อุปทาน การเก็งกำไรของนักเก็งกำไร นโยบายภาครัฐทั้งในแง่การส่งเสริม การแทรกแซง ของประเทศผู้ผลิตและส่งออกน้ำตาล อีกทั้งยังมีความสัมพันธ์กับราคาน้ำมันด้วย ซึ่งหากราคาน้ำตาลตลาดโลกปรับตัวลดลงมาก จะเป็นลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

ความเสี่ยงจากนโยบายภาครัฐ

อุตสาหกรรมอ้อยและน้ำตาลในประเทศไทยอยู่ภายใต้การควบคุมและกำกับดูแลโดยคณะกรรมการอ้อยและน้ำตาลทราย ภายใต้พรบ.อ้อยและน้ำตาลทราย พ.ศ. 2527 ซึ่งมีการกำหนดการจัดสรรช่องทางการจำหน่ายน้ำตาลออกเป็นระบบสัดส่วนปริมาณน้ำตาลขายในประเทศและขายต่างประเทศ การจัดการราคา รวมถึงการจัดสรรส่วนแบ่งรายได้ของระบบระหว่างโรงงานน้ำตาลและเกษตรกรชาวไร่อ้อย ภายใต้ระบบแบ่งปันผลประโยชน์ 70 : 30 และการควบคุมการเปิดโรงงานน้ำตาล เป็นต้น จะเห็นว่านโยบายต่างๆล้วนส่งผลกระทบต่อต้นทุนการผลิต และผลประกอบการของบริษัท

ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

เนื่องจากบริษัทมีรายได้จากการส่งออกน้ำตาลราว 70-80% ในขณะที่บริษัทมี Natural Hedge บางส่วนจากระบบแบ่งปันผลประโยชน์ ทำให้ต้นทุนค่าอ้อยของบริษัทถูกคำนวณจากรายได้ที่รวมผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยนแล้ว ถือว่ามีอัตราแลกเปลี่ยนไปในทิศทางเดียวกัน

Income Statement (Consolidated)

| (Bt mn) Ended-Oct | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Revenue | 17,855 | 11,853 | 11,488 | 14,057 | 14,543 |
| Cost of sales | 14,230 | 10,082 | 9,282 | 11,217 | 11,634 |
| Gross profit | 3,625 | 1,771 | 2,206 | 2,839 | 2,909 |
| SG&A | 1,625 | 1,223 | 1,160 | 1,420 | 1,469 |
| Operating profit | 2,000 | 548 | 1,045 | 1,420 | 1,440 |
| Other income | 649 | 248 | 241 | 295 | 305 |
| EBIT | 1,236 | 324 | 1,135 | 1,540 | 1,566 |
| EBITDA | 2,440 | 1,404 | 2,240 | 2,671 | 2,721 |
| Interest charge | 710 | 497 | 418 | 407 | 401 |
| Tax on income | 149 | -67 | 179 | 283 | 233 |
| Earnings after tax | 376 | -106 | 538 | 850 | 932 |
| Minority interest | 8 | -15 | 6 | 7 | 7 |
| Normalized earnings | 235 | 421 | 800 | 1,181 | 1,272 |
| Extraordinary items | 586 | -503 | 0 | 0 | 0 |
| Net profit | 822 | -83 | 800 | 1,181 | 1,272 |

Cash Flow Statement (Consolidated)

| (Bt mn) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Net profit | 822 | -83 | 800 | 1,181 | 1,272 |
| Deprec. & amortization | 1,205 | 1,080 | 1,105 | 1,130 | 1,155 |
| Change in working capital | 2,642 | 747 | 395 | -543 | -108 |
| Other adjustments | -142 | -28 | -323 | -268 | -338 |
| Cash flow from operations | 4,527 | 1,717 | 1,977 | 1,500 | 1,981 |
| Capital expenditure | -890 | -1,102 | -500 | -500 | -500 |
| Others | 655 | 615 | 4 | -28 | -5 |
| Cash flow from investing | -235 | -487 | -496 | -528 | -505 |
| Free cash flow | 4,292 | 1,230 | 1,481 | 972 | 1,476 |
| Net borrowings | -1,625 | -1,069 | -1,598 | -863 | -700 |
| Equity capital raised | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Dividends paid | -217 | -247 | -320 | -419 | -451 |
| Others | 77 | -1,475 | -446 | 168 | -609 |
| Cash flow from financing | -1,765 | -2,790 | -2,363 | -1,114 | -1,760 |
| Net change in cash | 2,527 | -1,560 | -882 | -142 | -284 |

Balance Sheet (Consolidated)

| (Bt mn) Ended-Oct | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Cash | 2,431 | 138 | 330 | 405 | 409 |
| Accounts receivable | 1,287 | 1,203 | 944 | 1,155 | 1,195 |
| Inventory | 2,774 | 2,049 | 1,907 | 2,305 | 2,391 |
| Other current assets | 1,023 | 884 | 747 | 914 | 945 |
| Total current assets | 7,515 | 4,274 | 3,928 | 4,779 | 4,940 |
| Investments | 4,356 | 5,052 | 5,102 | 5,152 | 5,202 |
| Plant, property & equipment | 25,868 | 25,891 | 25,285 | 24,655 | 24,000 |
| Other assets | 6,384 | 5,905 | 5,044 | 5,072 | 5,077 |
| Total assets | 44,122 | 41,122 | 39,359 | 39,659 | 39,220 |
| Short-term loans | 4,880 | 6,913 | 5,815 | 5,452 | 5,252 |
| Accounts payable | 1,283 | 1,191 | 1,017 | 1,229 | 1,275 |
| Current maturities | 5,485 | 3,224 | 2,500 | 2,450 | 2,000 |
| Other current liabilities | 170 | 60 | 92 | 112 | 116 |
| Total current liabilities | 11,818 | 11,388 | 9,424 | 9,244 | 8,643 |
| Long-term debt | 11,761 | 8,631 | 8,131 | 7,631 | 7,131 |
| Other non-current liab. | 1,521 | 1,557 | 976 | 1,195 | 1,236 |
| Total non-current liab. | 13,282 | 10,188 | 9,108 | 8,826 | 8,367 |
| Total liabilities | 25,100 | 21,576 | 18,532 | 18,070 | 17,011 |
| Registered capital | 2,205 | 2,205 | 2,205 | 2,205 | 2,205 |
| Paid up capital | 2,205 | 2,205 | 2,205 | 2,205 | 2,205 |
| Share premium | 2,946 | 2,946 | 2,946 | 2,946 | 2,946 |
| Legal reserve | 221 | 221 | 221 | 221 | 221 |
| Retained earnings | 13,234 | 13,655 | 14,936 | 15,698 | 16,318 |
| Minority Interests | 417 | 519 | 519 | 519 | 519 |
| Shareholders' equity | 19,022 | 19,546 | 20,827 | 21,589 | 22,209 |

Key Ratios

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| Growth (%) | | | | | |
| Revenue | 0.2 | -33.6 | -3.1 | 22.4 | 3.5 |
| EBITDA | 15.0 | -42.5 | 59.5 | 19.2 | 1.9 |
| Net profit | -3.1 | nm | nm | 47.7 | 7.7 |
| Normalized earnings | 58.0 | 78.8 | 90.2 | 47.7 | 7.7 |
| Profitability (%) | | | | | |
| Gross profit margin | 20.3 | 14.9 | 19.2 | 20.2 | 20.0 |
| EBITDA margin | 13.7 | 11.8 | 19.5 | 19.0 | 18.7 |
| EBIT margin | 6.9 | 2.7 | 9.9 | 11.0 | 10.8 |
| Normalized profit margin | 1.3 | 3.5 | 7.0 | 8.4 | 8.7 |
| Net profit margin | 4.6 | -0.7 | 7.0 | 8.4 | 8.7 |
| Normalized ROA | 0.5 | 1.0 | 2.0 | 3.0 | 3.2 |
| Normalized ROE | 1.3 | 2.2 | 3.9 | 5.6 | 5.9 |
| Normalized ROCE | 3.8 | 1.1 | 3.8 | 5.1 | 5.1 |
| Risk (x) | | | | | |
| D/E | 1.3 | 1.1 | 0.9 | 0.9 | 0.8 |
| Net D/E | 1.2 | 1.1 | 0.9 | 0.8 | 0.8 |
| Net debt/EBITDA | 9.3 | 15.3 | 8.1 | 6.6 | 6.1 |
| Per share data (Bt) | | | | | |
| Reported EPS | 0.19 | -0.02 | 0.18 | 0.27 | 0.29 |
| Normalized EPS | 0.05 | 0.10 | 0.18 | 0.27 | 0.29 |
| EBITDA | 0.55 | 0.32 | 0.51 | 0.61 | 0.62 |
| Book value | 4.22 | 4.31 | 4.60 | 4.78 | 4.92 |
| Dividend | 0.05 | 0.05 | 0.07 | 0.10 | 0.10 |
| Par | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.50 |
| Valuations (x) | | | | | |
| P/E | 20.9 | nm | 21.5 | 14.6 | 13.5 |
| Norm P/E | 73.1 | 40.9 | 21.5 | 14.6 | 13.5 |
| P/BV | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| EV/EBITDA | 16.3 | 27.5 | 15.8 | 13.1 | 12.4 |
| Dividend yield (%) | 1.3 | 1.3 | 1.9 | 2.4 | 2.6 |

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

| | | | | |
|---|---|--|---|---|
| <p>สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500</p> | <p>สำนักงานอัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999</p> | <p>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อนุสาวรีย์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999</p> | <p>สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545</p> | <p>สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130</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 สีลม 1 130-132 อาคารสีลม ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p> | <p>สาขา เคียนหวน (สีลม 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717</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 ชอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180</p> | <p>สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300</p> | <p>สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193</p> | | |
| <p>สาขา ขอนแก่น 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925</p> | <p>สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรธวัช 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 สมุทรสาคร เลขที่ 813/30 ถนนนเรศวร ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045</p> |
| <p>สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599</p> | <p>สาขา นครราชสีมา 198/1 ตรอกสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323</p> | <p>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ 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 สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595</p> |
| <p>สาขา ดรง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219</p> | <p>สาขา ปัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุตะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี 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" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชักชวนให้ผู้ลงทุน 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, LI, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SRI, 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 ฟิลินเซีย ไชรัส 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