

TU (TU TB)

BUY

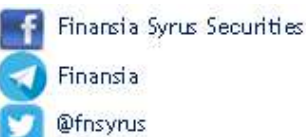
บมจ. ไทยยูเนียน กรุ๊ป

Previous	BUY
2021 Target Price (Bt)	24.0
Price (08/07/2021)	20.9
up/downside (%)	+14.8
SET Index	1,543.67
Sector	Food & Beverage
Foreign limit/actual (%)	45.00/29.43
Free float (%)	60.55
Market cap (Bt m)	99,730.94
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	479.07
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	21.00, 13.40, 16.23
IOD 2020	5
THAI CAC	Certified

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	132,402	134,292	142,783	149,922
Normalized profit	6,551	6,912	7,546	8,334
Net profit	6,246	6,912	7,546	8,334
EPS (Bt) - norm	1.31	1.39	1.52	1.75
EPS (Bt)- reported	1.26	1.39	1.52	1.75
% growth y-y	63.7	10.7	9.2	10.4
Dividend/share (Bt)	0.72	0.80	0.87	1.00
BV/share (Bt)	10.85	11.31	12.01	12.76
EV/EBITDA (x)	13.5	13.0	12.4	11.7
PER (x) - norm	15.9	15.1	13.7	12.0
PER (x)	16.6	15.1	13.7	12.0
PBV (x)	1.9	1.8	1.7	1.6
Dividend yield (%)	3.4	3.8	4.2	4.8
ROE (%)	12.6	12.7	13.1	13.6
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



แนวโน้มกำไร 2Q21 ดูดีกว่าที่เคยคาด

วานนี้เราจัด Conference Call กับผู้บริหารได้รับข้อมูลเชิงบวกจากแผนการเติบโตที่ชัดเจนใน 5 ปีข้างหน้า ที่จะมุ่งเน้นสู่สินค้า Mega Trend อย่าง Innovative Product ซึ่งเป็นกลุ่มสินค้าที่มีมาร์จินสูง จะช่วยหนุนการเติบโตของกำไรได้มากขึ้นหลังจากนี้ ควบคู่ไปกับการรักษารายได้ในกลุ่มสินค้าเดิม และปรับปรุงประสิทธิภาพด้วยการใช้ระบบ Automation มากขึ้น นอกจากนี้ยังมีแผน Spin Off ธุรกิจที่มีศักยภาพอย่าง Pet Care ในปี 2022 ต่อจาก TFM ที่เตรียม Listed ภายในปีนี้ ระยะสั้นแนวโน้มกำไร 2Q21 สดใกว่าที่เคยคาด อาจเติบโตได้ราว +10.8% Q-Q และ +16.4% Y-Y ถือเป็นระดับที่น่าประทับใจ แนวโน้มกำไร 2H21 ยังดูดีต่อเนื่องจากทั้งปัจจัยฤดูกาล การฟื้นตัวของ Red Lobster ที่ดีกว่าเป้าหมาย และค่าเงินบาทที่อ่อนค่า นำไปสู่การปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2021-22 ขึ้น 5%-6% เป็นเติบโต 10.7% Y-Y และ 9.2% Y-Y ตามลำดับ และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2021 เป็น 24 บาท จากเดิม 22 บาท (อิง PE เดิม 17 เท่า) และคาดจ่ายปันผลงวด 1H21 หุ้นละ 0.4 บาท คิดเป็น Yield 2% คงคำแนะนำซื้อ

กำลังมุ่งสู่ Innovative Product ภายใน 5 ปีหลังจากนี้

บริษัทอยู่ระหว่างขยาย Portfolio เข้าสู่ธุรกิจ Life Science ซึ่งเป็นกลุ่มสินค้านวัตกรรม (Innovative Product) ที่มีแนวโน้มการเติบโตที่ดี และเป็น Mega Trend ของโลก ได้แก่ Ingredient (เช่น Refined Tuna Oil), Supplement (ปัจจุบันมีแบรนด์ของตัวเอง ZEAVITA) และ Alternative Protein (เช่น Plant-Based) ไปจนถึง Pet Care โดยปัจจุบันมีการขยายธุรกิจผ่านการ Develop สินค้าและแบรนด์ของตัวเอง รวมถึงการร่วมมือกับพันธมิตรที่มีความเชี่ยวชาญ และมีวัตถุประสงค์ร่วมกัน เช่น IP, Thai Bev, V Foods อีกทั้งยังมีการจัดตั้งกองทุน Corporate Venture Capital Fund (มูลค่าเงินลงทุนแรกเริ่ม US\$30 ล้าน) เพื่อลงทุนใน Food Tech Start-ups ล่าสุดมีการลงทุนใน BlueNalu, ViAqua และ Aleph Farms เป็นต้นไป โดยบริษัทตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนรายได้ Innovative Product เป็น 10% ของรายได้รวมในปี 2025 และที่สำคัญเรามองจะช่วยการเติบโตของกำไรได้มากกว่า เพราะเป็นกลุ่มที่มีมาร์จินมากกว่า 20% สูงกว่ามาร์จินเฉลี่ยในปัจจุบันที่ 17-18%

แนวโน้มกำไร 2Q21 ดูดีกว่าที่เคยคาด

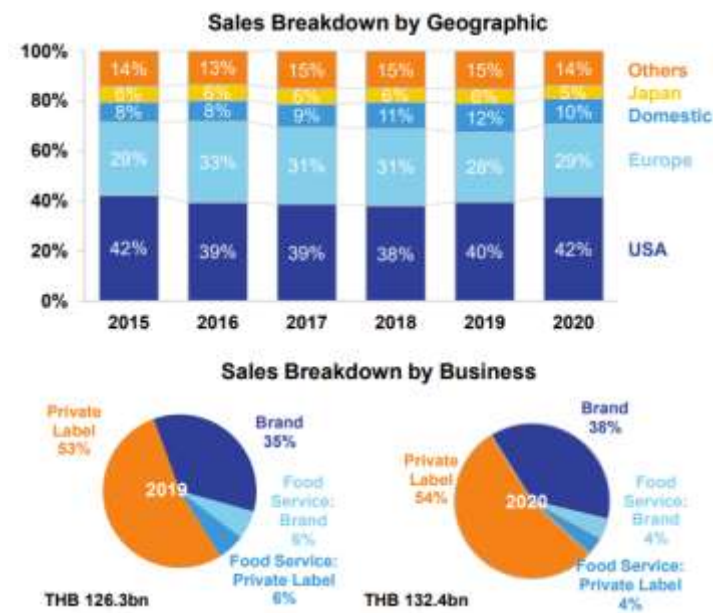
ระยะสั้น คาดกำไรสุทธิ 2Q21 อยู่ที่ 1,997 ลบ. (+10.8% Q-Q, +16.4% Y-Y) ดูดีกว่าที่เคยคาดไว้ก่อนหน้านี้จะลดลง Q-Q แม้ค่ารายได้ Ambient จะยังลดลง Y-Y เพราะฐานที่สูงผิดปกติในปีก่อน แต่การลดลงเริ่มชะลอตัวจาก 1Q21 ที่ -13.1% Y-Y สะท้อนถึง Demand โดยรวมที่ยังแข็งแกร่ง ในขณะที่คาด Frozen ยังฟื้นตัวได้ดีต่อเนื่อง จาก COVID-19 ในสหรัฐที่คลี่คลายได้เร็วเป็นหลัก และ Pet Care คาดยังโตต่อเนื่องตามความต้องการอาหารสัตว์เลี้ยงที่ดีทั้งในสหรัฐและยุโรป จึงคาดรายได้รวม +11.5% Q-Q, +5% Y-Y และคาดอัตรากำไรขั้นต้นจะปรับตัวสูงขึ้นไปใกล้เคียงปีก่อนที่ 18.2% จาก 17.7% ใน 1Q21 มาจาก Product Mix ที่ยังทำได้ดี, ราคาวัตถุดิบยังอยู่ในระดับต่ำ และประสิทธิภาพในการควบคุมต้นทุน สามารถหักล้างผลลบจากต้นทุนค่าขนส่งและบรรจภัณฑ์ที่ปรับขึ้นได้ทั้งหมด และคาดส่วนแบ่งขาดทุนจาก Red Lobster จะลดลงอย่างมีนัยสำคัญมาอยู่ที่ระดับต่ำกว่า 100 ลบ. จาก -702 ลบ. ใน 2Q20 จาก Traffic ที่ดีขึ้น และน่าจะดีขึ้นใน 2H21 เมื่อร้านอาหารมาตรฐานในสหรัฐให้กลับมาเปิดร้านได้ 100% อีกครั้ง จากปัจจุบันที่เปิดได้ 50% มีความเป็นไปได้ที่ส่วนแบ่งขาดทุนทั้งปีจะน้อยกว่าเป้าหมายของบริษัทที่ตั้งเป้าขาดทุนไม่เกิน 500-600 ลบ. (ปี 2020 ขาดทุนราว 1.1 พันลบ.)

ปรับเพิ่มประมาณการกำไรและราคาเป้าหมาย

หากกำไร 2Q21 เป็นไปตามคาด บริษัทจะมีกำไร 1H21 อยู่ที่ 3,800 ลบ. (+39.1% Y-Y) ในขณะที่แนวโน้มกำไรยังดูดีต่อเนื่องใน 2H21 เพราะเป็นช่วง High Season ของธุรกิจ, ค่าเงินบาทอ่อนค่า และการฟื้นตัวของ Red Lobster ล่าสุดได้กลับมา Operate โรงงานสงขลาแคนนิ่งแล้วตั้งแต่ 5 ก.ค.ที่ผ่านมา หลังจากหยุดไป 2 สัปดาห์ และอยู่ระหว่างทยอยเพิ่มกำลังการผลิตกลับสู่ระดับเดิมอีกครั้ง ผลกระทบโดยรวมจำกัด เพราะยังมีสินค้าคงเหลือทยอยส่งมอบได้ และยังมีสายการผลิตที่สมุทรสาครทดแทนได้ จากกำไร 2Q21 ที่ดูดีกว่าที่เคยคาด เราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2021-22 ขึ้น 5%-6% เป็น 6,912 ลบ. (+10.7% Y-Y) และ 7,546 ลบ. (+9.2% Y-Y) ตามลำดับ โดยคาดการณ์กำไร 1H21 จะคิดเป็น 55% ของประมาณการทั้งปี โดยรวมประมาณการของเรายังค่อนข้าง Conservative และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2021 ขึ้นเป็น 24 บาท จากเดิม 22 บาท (อิง PE เดิม 17 เท่า)

Company Overview

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



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. จัดหาวัตถุดิบด้วยความรับผิดชอบต่อ 3. ดำเนินงานด้วยความรับผิดชอบต่อชุมชนและสังคม
- กิจกรรมที่บริษัทดำเนินการเพื่อพัฒนาและส่งเสริมชุมชนและสังคม เช่น จัดตั้งศูนย์เตรียมความพร้อมเด็กก่อนวัยเรียน เพื่อลูกหลานแรงงานข้ามชาติและแรงงานท้องถิ่นใน จ. สมุทรสาคร, จัดตั้งศูนย์พัฒนาศักยภาพด้านภาษา AEC, โครงการประชารัฐ ส่งเสริมด้านการศึกษาครอบคลุมจังหวัดสมุทรสาคร สมุทรสงคราม เพชรบุรี และประจวบคีรีขันธ์ รวมถึงให้ข้อมูลด้านโภชนาการแก่ชุมชนท้องถิ่น

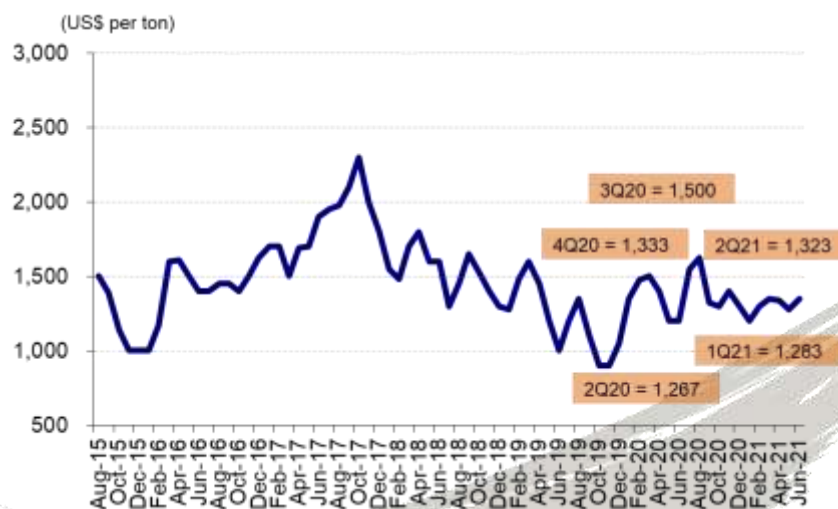
Governance

- 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

คาดการณ์ผลการดำเนินงาน 2Q21E

(Bt mn)	2Q21E	1Q21	%Q-Q	2Q20	%Y-Y	1H21E	1H20	% Y-Y
Sales revenue	34,703	31,124	11.5	33,051	5.0	65,282	64,154	1.8
Costs	28,387	25,617	10.8	27,024	5.0	54,005	53,087	1.7
Gross profit	6,316	5,507	14.7	6,027	4.8	11,823	11,067	6.8
SG&A costs	3,921	3,637	7.8	3,671	6.8	7,558	7,183	5.2
Interest charge	405	397	2.0	438	-7.5	802	873	-8.1
Net profit	1,997	1,803	10.8	1,716	16.4	3,800	2,732	39.1
Gross margin %	18.2	17.7	0.5	18.2	0.0	18.0	17.3	0.7
SG&A as % of Sales	11.3	11.7	-0.4	11.1	0.2	11.5	11.2	0.3
Net margin %	5.8	5.8	0.0	5.2	0.6	5.8	4.3	1.5

Source: FSS Estimates

ราคาปลาแห้งยังทรงตัวต่ำ เป็นบวกต่อมาร์จิ้นของ TU


Source: Company Data

Key steps to our 2025 corporate strategy
Strengthening our core business

Healthy Living, Healthy Oceans

- ✓ 10% of revenue from innovation with gross margin >20%
- ✓ 3% annual conversion cost improvement
- ✓ EBITDA USD 450-550mn

Building new value-enhancing businesses

Source: TU's Presentation

Expanding into new, attractive, value-enhancing areas

1

 **Ingredients**

- Focus on valorizing parts of fish into **value-added marine ingredients**
- Sold via **B2B sales channel**




2

 **Supplements**

- **B2C-branded** products to be launched in 3Q/4Q21. Portfolio:
 - **ZEAVITA: Supplements**
 - **ZEAVITA by Interpharma: Supplements & medical foods to hospitals**
 - **ThaiBev: Functional beverage**



3

 **Alternative Protein**

- **OMG Meat launch nationwide**
 - Deploying across modern trade and foodservice
- Ongoing **collaboration with international FMCGs** to launch plant-based meat in Asia
- Creation of **new Alt. Protein BU**, with a new business head



Source: TU's Presentation

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงด้านข้อกฎหมายและกฎระเบียบในต่างประเทศ

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

ความเสี่ยงจากอุปสรรคทางการค้าด้านภาษีและไม่ใช่อำนาจ

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

ความเสี่ยงจากการแข่งขันที่รุนแรง

อุตสาหกรรมปลาและอาหารทะเลเป็นอุตสาหกรรมที่มีการแข่งขันสูงและพัฒนาการอย่างต่อเนื่อง ทั้งจากพฤติกรรม การบริโภคทั่วโลกที่เปลี่ยนแปลงไป ส่งผลให้ผลิตภัณฑ์อาหารทะเลบรรจุกระป๋องดั้งเดิมมีการเติบโตในอัตราชะลอตัว รวมถึงกำลังเปลี่ยนไปสู่การใส่ใจสุขภาพ ไลฟ์สไตล์ที่สะดวกสบาย และความต้องการผลิตภัณฑ์ที่จัดทำด้วยวิธีการที่ยั่งยืน นอกจากนี้ยังต้องเผชิญกับการแข่งขันรุนแรงในผลิตภัณฑ์หลักอย่าง ทูน่า กุ้ง และแซลมอน ล้วนแล้วแต่เป็น ความเสี่ยงที่บริษัทต้องหาวิธีการจัดการ และปรับตัวให้ทันกับการแข่งขันที่รุนแรงขึ้น

ความเสี่ยงจากการจัดหาและราคาวัตถุดิบ

ราคาวัตถุดิบที่สำคัญของบริษัทคือ ปลาทูน่า และกุ้ง ซึ่งถือเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ชนิดหนึ่ง ที่ไม่มีเครื่องมือบริหาร ความเสี่ยงโดยตรง และมีการเปลี่ยนแปลงราคาเพิ่มขึ้นหรือลดลงอย่างรวดเร็ว ซึ่งหากบริษัทไม่มีวิธีการบริหารจัดการที่ดี อาจกระทบต่อความสามารถในการกำไรของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

เนื่องจากบริษัทมีรายได้จากการส่งออกและธุรกิจในประเทศสัดส่วนราว 90% ของรายได้รวม โดยมีรายได้เป็น สกุลเงินตราต่างประเทศ USD EUR และ GBP ในขณะที่มีการนำเข้าวัตถุดิบในรูปสกุลเงิน USD ทำให้สามารถ ป้องกันความเสี่ยงโดยธรรมชาติได้ระดับหนึ่ง อย่างไรก็ตาม ยังมีรายได้ในส่วนที่ไม่ถูกป้องกันโดย Natural Hedge ที่ ถือเป็นความเสี่ยง และอาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้ในกรณีที่ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้น

ความเสี่ยงจากการขาดแคลนแรงงานหรือค่าแรงขั้นต่ำปรับตัวสูงขึ้น

เนื่องจากอุตสาหกรรมอาหาร โดยเฉพาะอาหารทะเล ถือเป็นธุรกิจที่พึ่งพิงแรงงานเข้มข้น เพราะในสายการผลิตบาง สาย เช่น การถอดก้างปลา ที่ไม่สามารถใช้เครื่องจักรแทนคนได้ ทำให้ยังต้องอาศัยแรงงานจำนวนมาก ปัจจุบัน แรงงานของบริษัทพึ่งพิงแรงงานต่างด้าวราวครึ่งหนึ่งของแรงงานทั้งหมด จึงอาจมีความเสี่ยงที่บริษัทอาจประสบ ปัญหาขาดแคลนแรงงาน หรือในกรณีที่มีการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำอาจกระทบต่อต้นทุนของบริษัทได้

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	126,275	132,402	134,292	142,783	149,922
Cost of sales	106,165	108,985	110,925	117,796	123,236
Gross profit	20,110	23,418	23,367	24,987	26,686
SG&A	16,266	15,596	15,712	16,848	17,841
Operating profit	5,483	9,531	9,400	9,995	10,794
Other income	1,639	1,710	1,746	1,856	1,949
EBIT	5,483	9,531	9,400	9,995	10,794
EBITDA	9,174	13,486	13,656	14,500	15,550
Interest charge	2,056	1,724	1,784	1,855	1,872
Tax on income	158	724	609	651	714
Earnings after tax	3,270	7,083	7,007	7,489	8,209
Minority interest	-352	-263	-403	-428	-450
Normalized earnings	5,054	6,551	6,912	7,546	8,334
Extraordinary items	-1,238	-305	0	0	0
Net profit	3,816	6,246	6,912	7,546	8,334

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net profit	3,816	6,246	6,912	7,546	8,334
Deprec. & amortization	3,691	3,955	4,255	4,505	4,755
Change in working capital	2,343	2,487	-1,080	-2,099	-1,727
Other adjustments	790	-574	308	486	575
Cash flow from operations	10,640	12,114	10,395	10,438	11,938
Capital expenditure	-3,124	-4,737	-6,000	-5,000	-5,000
Others	2,651	1,796	2,251	-2,295	-2,095
Cash flow from investing	-473	-2,941	-3,749	-7,295	-7,095
Free cash flow	10,166	9,173	6,646	3,144	4,842
Net borrowings	789	-5,539	-929	-387	-60
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	-2,005	-4,369	-3,830	-4,174	-4,750
Others	-5,846	2,331	-1,771	654	550
Cash flow from financing	-7,062	-7,577	-6,529	-3,908	-4,261
Net change in cash	3,104	1,597	117	-764	582

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	4,689	6,286	6,404	5,640	6,222
Accounts receivable	14,869	13,320	14,643	15,569	16,348
Inventory	36,873	38,546	36,469	38,727	40,516
Other current assets	3,115	2,312	2,694	2,864	3,006
Total current assets	59,547	60,465	60,209	62,800	66,092
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	32,230	34,268	35,981
Total assets	141,909	144,575	142,695	147,818	153,067
Short-term loans	11,182	13,406	12,432	11,744	12,356
Accounts payable	19,323	19,068	19,754	20,977	21,946
Current maturities	4,098	8,147	4,000	4,000	4,000
Other current liabilities	1,205	3,392	1,253	1,285	1,299
Total current liabilities	35,808	44,013	37,439	38,006	39,601
Long-term debt	44,625	36,862	36,907	37,208	36,536
Other non-current liab.	9,681	7,964	10,340	10,994	11,544
Total non-current liab.	54,306	44,825	47,247	48,202	48,080
Total liabilities	90,114	88,838	84,687	86,209	87,681
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	33,092	36,464	40,048
Minority Interests	3,372	3,551	3,626	3,855	4,048
Shareholders' equity	51,795	55,737	58,008	61,609	65,386

Key Ratios

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Growth (%)					
Revenue	-5.3	4.9	1.4	6.3	5.0
EBITDA	13.5	47.0	1.3	6.2	7.2
Net profit	17.2	63.7	10.7	9.2	10.4
Normalized earnings	23.6	29.6	5.5	9.2	10.4
Profitability (%)					
Gross profit margin	15.9	17.7	17.4	17.5	17.8
EBITDA margin	7.3	10.2	10.2	10.2	10.4
EBIT margin	4.3	7.2	7.0	7.0	7.2
Normalized profit margin	4.0	4.9	5.1	5.3	5.6
Net profit margin	3.0	4.7	5.1	5.3	5.6
Normalized ROA	3.6	4.5	4.8	5.1	5.4
Normalize ROE	10.4	12.6	12.7	13.1	13.6
Normalized ROCE	5.2	9.5	8.9	9.1	9.5
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	5.7	5.6	5.2
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.80	1.26	1.39	1.52	1.75
Normalized EPS	1.06	1.31	1.39	1.52	1.75
EBITDA	1.92	2.83	2.86	3.04	3.26
Book value	10.07	10.85	11.31	12.01	12.76
Dividend	0.47	0.72	0.80	0.87	1.00
Par	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Valuations (x)					
P/E	26.1	16.6	15.1	13.7	12.0
Norm P/E	19.7	15.9	15.1	13.7	12.0
P/BV	2.1	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	20.2	13.5	13.0	12.4	11.7
Dividend yield (%)	2.2	3.4	3.8	4.2	4.8

Source: Company data, Finansia research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศ เอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500	สำนักงานอัลมาลิก 25 อาคารอัลมาลิก ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999	สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อนุสาวรีย์ 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 ประราชินี 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130
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 สีลม 1 130-132 อาคารสีลม ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100	สาขา เคียนหวน (สินธร 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717	สาขา สาทร เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสไอทาวเวอร์ 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 ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193		
สาขา ขอนแก่น 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925	สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรธวัช 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 สมุทรสาคร เลขที่ 813/30 ถนนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045
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.หลวงพ่อดำคลอง 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 สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595
สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219	สาขา บิดดาดี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รุดะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี 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 บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อการเสียหายใดๆ 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, HMPPRO, 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