

NSL (NSL TB)

บมจ. เอ็นเอสแอล ฟู้ดส์

BUY

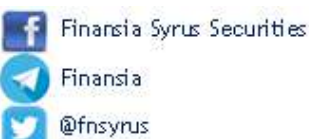
Previous	BUY
2022 Target Price (Bt)	19.0
Price (15/07/2021)	15.0
up/downside (%)	+26.7%
SET Index	1,572.01
Sector	Food & Beverage
Foreign limit/actual (%)	49.00/0.01
Free float (%)	25.00
Market cap (Bt m)	4,500.00
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	217.80
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	16.20, 13.00, 14.55
IOD 2020	N/R
THAI CAC	N/A

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	2,923	3,461	3,968	4,392
Normalized profit	151	226	272	321
Net profit	151	226	272	321
EPS (Bt) - norm	0.67	0.75	0.91	1.07
EPS (Bt)- reported	0.68	0.75	0.91	1.07
% growth y-y	-26.0	10.9	20.5	17.7
Dividend/share (Bt)	0.04	0.38	0.45	0.53
BV/share (Bt)	1.52	5.39	5.85	6.38
EV/EBITDA (x)	14.0	10.9	9.3	8.1
PER (x) - norm	22.3	19.9	16.5	14.0
PER (x)	22.1	19.9	16.5	14.0
PBV (x)	9.9	2.8	2.6	2.4
Dividend yield (%)	0.3	2.5	3.0	3.6
ROE (%)	33.3	14.0	15.5	16.7
YE No. of shares (million)	225	300	300	300
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

Source: Company data, FSS estimates

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญของบริษัท เอ็นเอสแอล ฟู้ดส์ จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก (IPO)

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



เป็นบริษัท Related 7-11 ที่จะมีกำไรโตดี 2Q21

แม้จะมี COVID-19 กระทบในเดือน พ.ค. แต่การฟื้นตัวในเดือน มิ.ย. ทำได้ดีกว่าคาด จากแซนดิวชอปร้อนโปร อิมคัม ที่ได้รับการตอบรับที่ดี และยังเป็นสินค้าขายดีใน Delivery ของ 7-11 ช่วยหนุนให้แนวโน้มกำไร 2Q21 ดูดีกว่าที่เราเคยคาดไว้ อาจโตถึง +10.7% Q-Q, +106.7% Y-Y เป็นจุดสูงสุดใหม่ และล่าสุดแม้มีมาตรการล็อกดาวน์ที่เข้มงวดมากขึ้นในเดือน ก.ค. แต่กลุ่มเบเกอรี่ยังขายดี เพราะเป็นสินค้าเป้าหมายของลูกค้าที่อยู่บ้าน และเป็นอาหารมือเช้า ทำให้ได้รับผลบวกจากการปิดร้านของ 7-11 ตอน 2 ทุ่ม ค่อนข้างจำกัด และยังคงคาดหวังการฟื้นตัวใน 2H21 โดยเฉพาะกลุ่ม Food Service รวมถึงยังมี Upside จากการเตรียมส่งแซนดิวชอปขายในร้าน 7-11 ที่กัมพูชาในช่วง 2H21 เบื้องต้นเรายังคาดกำไรสุทธิปี 2021-22 เดิมโต 49.4% Y-Y และ 20.5% Y-Y ตามลำดับ และปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 19 บาท (อิง PE เดิม 21 เท่า) ถือเป็นบริษัทที่ Related กับ 7-11 ที่ถูกกระทบจาก COVID-19 จำกัด และคาดมีกำไร New High ใน 2Q21 คงคำแนะนำซื้อ

แนวโน้มกำไร 2Q21 ดูดีกว่าที่เคยคาด

มีโอกาสสูงที่กำไร 2Q21 จะทำจุดสูงสุดใหม่ 62 ลบ. (+10.7% Q-Q, +106.7% Y-Y) ดีกว่าเดิมที่เราเคยคาดไว้ 55 ลบ. (รายงานวันที่ 28 พ.ค.) แม้จะถูกกระทบจาก COVID-19 ในเดือน พ.ค. แต่การกลับมาฟื้นตัวในเดือน มิ.ย. ทำได้ดีกว่าคาด และดีที่กลุ่มเบเกอรี่ที่ขายผ่าน 7-11 ส่วนหนึ่งมาจากสินค้ากลุ่มแซนดิวชอปร้อน ภายใต้โปร "อิมคัม" และการทำ Delivery ของร้าน 7-11 ซึ่งแซนดิวชอปเป็น 1 ในสินค้าขายดี จึงคาดรายได้ของบริษัทจะเร่งตัวขึ้น +5% Q-Q, +30.9% Y-Y (โตสูง Y-Y ส่วนหนึ่งมาจากฐานที่ต่ำในปีก่อน) และคาดอัตรากำไรขั้นต้นจะยังทรงตัวสูง Q-Q อยู่ที่ 18.7% เพิ่มขึ้นจาก 15.6% ใน 2Q20 โดยมาจากทั้งการ Sourcing จาก Supplier รายใหม่ๆ, การปรับเปลี่ยนระบบบัญชีช่วยในการวิเคราะห์ต้นทุนได้ดีขึ้น และการต่อรองกับ Supplier ทำให้ได้ส่วนลดมากขึ้น ในขณะที่ยังคาดค่าใช้จ่ายโดยรวมยังทรงตัวได้ และควบคุม SG&A to Sales ได้ดีที่ระดับ 8.6% รวมถึงคาดการณ์ดอกเบี้ยจ่ายจะลดลง -18.8% Q-Q, -11.9% Y-Y จากการนำเงินส่วนหนึ่งที่ได้จาก IPO ไปชำระหนี้

ประมาณการกำไรปี 2021 คู่มือ Upside ราว 4-5%

หากกำไร 2Q21 เป็นไปตามคาด จะมีกำไรสุทธิ 1H21 อยู่ที่ 118 ล้านบาท (+90% Y-Y) คิดเป็น 52% ของประมาณการทั้งปี ในขณะที่ยังคาดหวังการเติบโตต่อเนื่องใน 2H21 ทั้งจากปัจจัยฤดูกาล และการฟื้นตัวหลัง COVID-19 คลี่คลายอีกครั้ง โดยเฉพาะกลุ่ม Food Service ที่ถูกกระทบจาก COVID-19 ทำให้ผลประกอบการค่อนข้างไปในทางทรงตัว ถือว่าฟื้นตัวช้ากว่าที่เคยมองไว้ และยังคงอยู่ระหว่างเตรียมนำแซนดิวชอปร้อนที่พัฒนาเป็นลักษณะแซ่แข็ง ส่งไปขายยัง 7-11 ในกัมพูชา ที่มีแผนทยอยเปิดสาขามากขึ้นในช่วง 2H21 ทำให้ประมาณการกำไรปี 2021 ของเราคู่มือ Upside ราว 4-5% อย่างไรก็ตาม เบื้องต้นเรายังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2021-22 ไว้ตามเดิมที่ 226 ลบ. (+49.4% Y-Y) และ 272 ลบ. (+20.5% Y-Y) ตามลำดับ และปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 19 บาท (อิง PE เดิม 21 เท่า)

2Q21E Earnings Preview

(Bt=mn)	2Q21E	1Q21	%Q-Q	2Q20	%Y-Y
Sales revenue	801	763	5.0	612	30.9
Costs	651	621	4.8	517	25.9
Gross profit	150	142	5.6	95	57.9
SG&A=costs	69	67	3.0	53	30.2
Interest Expense	5.2	6.4	-18.8	5.9	-11.9
Net profit	62	56	10.7	30	106.7
Gross margin %	18.7	18.7	0.0	15.6	3.1
SG&A as % of Sales	8.6	8.7	-0.1	8.7	-0.1
Net margin %	7.7	7.4	0.3	4.9	2.8

Source: FSS Estimates

Company Overview

NSL ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายสินค้าเบเกอรี่ อาหารรองท้อง ขนมขบเคี้ยว และธุรกิจ Food Services โดยแบ่งรายได้ออกเป็น 4 กลุ่มหลัก ได้แก่ 1. กลุ่มเบเกอรี่และรองท้อง ส่วนใหญ่เป็นการขายผ่านร้าน 7-11 ภายใต้แบรนด์ EZY Taste, EZY Sweet, 7 Fresh เป็นต้น 2. กลุ่มขนมขบเคี้ยว (NSL Brand) 3. กลุ่ม Food Services และ 4. กลุ่ม OEM ขายเศษขนมปัง และอื่นๆ

บริษัทมี CPALL เป็นลูกค้าหลักด้วยสัดส่วนรายได้สิ้นปี 2020 ที่ 94% ของรายได้จากการขาย และอยู่ระหว่างพัฒนาสินค้าใหม่ๆ รวมถึงขยายช่องทางจำหน่าย เพื่อเพิ่มสัดส่วนรายได้ Non 7-11 มากขึ้นในอนาคต

ประเภทรายได้	ปี 2562		ปี 2563	
	ล้านบาท	%	ล้านบาท	%
รายได้จากการขาย	3,370.5	99.9%	2,923.2	99.8%
- เบเกอรี่และรองท้อง	3,257.8	96.6%	2,759.5	94.3%
- ขนมขบเคี้ยวแบรนด์ NSL	18.6	0.6%	15.6	0.5%
- Food Services	76.0	2.3%	132.6	4.5%
- OEM ขายเศษขนมปังและอื่นๆ	18.0	0.5%	15.5	0.5%
รายได้อื่น	3.0	0.1%	4.4	0.2%
รายได้รวม	3,373.5	100.0%	2,927.6	100.0%

ปัจจุบันบริษัทมีโรงงาน 4 แห่งตั้งอยู่ที่ อมตะนคร จ.ชลบุรี 2 แห่ง (โรงงานเบเกอรี่) และบางบัวทอง จ.นนทบุรี 2 แห่ง (โรงผลิตไส้เบเกอรี่, แปรรูปปลา อาหารทะเล และคลังสินค้า)

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ NSL ด้วยวิธี Relative PE โดยอิง PE ที่ 21 เท่า ใกล้เคียง PE เฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังของ TACC ที่มีลูกค้าหลักคือ CPALL โดยมีสัดส่วนรายได้สูงกว่า 90% เช่นเดียวกัน และ Target PE ที่ 21 เท่า ถือว่าสูงกว่า PE เฉลี่ยของกลุ่มอาหารที่ 17.5 เท่า แต่เรามองว่า PE ดังกล่าวเหมาะสมกับ NSL ที่มีจุดแข็งจากการมีความสัมพันธ์ที่ดีมายาวนานกับ CPALL ถือเป็นข้อได้เปรียบเหนือคู่แข่ง และหากเทียบกับอัตราการเติบโตของกำไรเฉลี่ย 3 ปีที่ 19.1% CAGR สามารถ Implied เป็น PEG อยู่ที่เพียง 1.2 เท่า ถือว่าไม่สูง

ESG

Environment

- NSL ให้ความสำคัญกับความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม โดยโรงงานของบริษัททุกแห่ง มีการควบคุมผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมตลอดกระบวนการผลิต มีการกำหนดให้มีการบำบัดน้ำเสีย เช่น บ่อดักไขมันสำหรับการดักเศษอาหาร ตะกอน และไขมันจากกระบวนการผลิตก่อนจะปล่อยลงท่อระบายน้ำ วัตถุประสงค์ของน้ำทิ้งที่ปล่อยออกนอกโรงงาน น้ำในรางน้ำฝน ฝุ่นละออง ความร้อน ความดังของเสียง ได้มีการปฏิบัติถูกต้องอย่างเคร่งครัดตามมาตรฐานของกรมอุตสาหกรรมและมาตรฐานสากล รวมถึงมาตรการระบบการจัดการสิ่งแวดล้อม ISO 14001
- สำหรับขยะทั้งในบริเวณโรงงานและพื้นที่รอบๆโรงงาน บริษัทมีการจัดการขยะโดยส่วนที่สามารถกำจัดได้เอง บริษัทจะทำลายทิ้งอย่างถูกวิธี สำหรับส่วนที่ไม่สามารถกำจัดได้เอง เช่น ขยะอันตรายต่างๆ บริษัทจะส่งให้ผู้รับกำจัดนำไปกำจัดอย่างถูกต้องตามกฎหมายต่อไป

Social

- บริษัทให้ความสำคัญกับการพัฒนาความรู้และศักยภาพของพนักงาน เพื่อให้มีโอกาสเติบโตก้าวหน้าภายในองค์กร และมีความมั่นคงในการทำงาน โดยสนับสนุนให้พนักงานได้รับการอบรมสัมมนา ที่จัดโดยหน่วยงานภายนอกได้ ถือเป็นสร้างพนักงานที่มีประสิทธิภาพให้กับองค์กรและสังคมต่อไป
- บริษัทให้ความสำคัญกับการเคารพสิทธิมนุษยชน สร้างความเสมอภาคอย่างเท่าเทียมกันทั้งภายในองค์กรและภายนอกองค์กร โดยดูแลไม่ให้ธุรกิจของ NSL เข้าไปมีส่วนเกี่ยวข้องกับการละเมิดสิทธิเสรีภาพของบุคคลทั้งทางตรงและทางอ้อม เช่น ไม่สนับสนุนการบังคับใช้แรงงานต่อต้านการใช้แรงงานเด็ก ให้ความสำคัญพื่อผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายด้วยความเป็นธรรม

Governance

- คณะกรรมการบริษัทได้ปฏิบัติตามกฎหมาย วัตถุประสงค์ ข้อบังคับ และมติประชุมผู้ถือหุ้น รวมทั้งได้ยึดถือแนวทางการกำกับดูแลกิจการตามหลักที่ดีของบริษัทจดทะเบียน ภายใต้หลักธรรมาภิบาล การกำกับดูแลกิจการที่ดี กฎระเบียบ และข้อปฏิบัติของตลท. และ กลต. เพื่อใช้เป็นกรอบแนวทางในการดำเนินธุรกิจ โดยคณะกรรมการบริษัทจะมีการทบทวนและปรับปรุงทุกปีเพื่อให้เหมาะสมกับสภาพการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไป รวมถึงการให้ความสำคัญในการนำไปปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นทุกภาคส่วนอย่างเป็นธรรม เท่าเทียมกัน มีความโปร่งใส และเสนอข้อมูลอย่างถูกต้องและเพียงพอ
- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการ 8 คน ประกอบด้วย กรรมการที่เป็นผู้บริหาร 4 คน และกรรมอิสระ 4 คน ถือว่าไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด สอดคล้องตามเกณฑ์ เพื่อเป็นการถ่วงดุลอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกเสียง และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- บริษัทมีนโยบายห้ามไม่ให้กรรมการ ผู้บริหาร และผู้ทราบข้อมูลภายในที่เป็นสาระสำคัญซึ่งมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ ทำการซื้อ ขาย เสนอซื้อ หรือเสนอขาย ในช่วงเวลาก่อนเผยแพร่ทางการเงินอย่างน้อย 30 วันล่วงหน้าก่อนเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชน และควรรออีกอย่างน้อย 24 ชั่วโมงภายหลังการเปิดเผยข้อมูลให้แก่สาธารณชนแล้ว

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงลูกค้ารายใหญ่ในสัดส่วนที่สูง

บริษัทมีสัดส่วนรายได้จากการขายให้ CPALL สิ้นปี 2020 ในสัดส่วนราว 94.3% ของรายได้จากการขายทั้งหมด ซึ่งเป็นไปตามข้อตกลงเรื่องคำรับรองการผลิตสินค้าให้แก่ CPALL แต่เพียงผู้เดียว ทั้งนี้บริษัทได้ตระหนักถึงความเสี่ยงดังกล่าว จึงได้มีการพัฒนาสินค้า Snack ภายใต้แบรนด์ของตนเอง รวมถึงการเข้าซื้อธุรกิจ Food Services อีกทั้งยังมีแผนเปิดโอกาสในการพิจารณา JV และ M&A ในอนาคต

ความเสี่ยงที่จะไม่ได้ต่ออายุข้อตกลงเรื่องคำรับรองการผลิตให้แก่ CPALL เพียงผู้เดียว

ปัจจุบันบริษัทมีข้อตกลงเรื่องคำรับรองการผลิตสินค้าให้แก่ CPALL แต่เพียงผู้เดียว ลงวันที่ 22 มิ.ย. 2017 และวันที่ 8 ธ.ค. 2020 ซึ่งข้อตกลงครอบคลุมช่วงเวลา 7 ปี นับตั้งแต่วันที่ 19 ธ.ค. 2019 - 18 ธ.ค. 2026 บริษัทมีความเสี่ยงหากในอนาคตไม่ได้รับการต่ออายุสัญญาข้อตกลงกับ CPALL ทั้งนี้บริษัทเชื่อว่าด้วยความสัมพันธ์ที่ดีจะได้รับการต่ออายุต่อไปในอนาคต นอกจากนี้บริษัทสามารถขายสินค้าเบเกอรี่ประเภทอื่นที่ไม่อยู่ใน MOU ให้ผู้ประกอบการรายอื่นได้

ความเสี่ยงจากการแข่งขันสูง

ธุรกิจเบเกอรี่ ขนมขบเคี้ยว และ Food Services เป็นธุรกิจที่มีการแข่งขันสูง มีทั้งผู้ประกอบการรายใหญ่และรายเล็ก จึงมีทางเลือกให้ผู้บริโภคหลากหลายขึ้น อีกทั้งยังมีการแข่งขันทางด้านราคา ทำให้บริษัทต้องเผชิญความเสี่ยงจากการแข่งขันที่สูงขึ้น ซึ่งหากไม่สามารถปรับตัวได้ทัน หรือไม่สามารถรักษาจุดแข็งของบริษัทไว้ได้ อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานในท้ายที่สุด

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

ต้นทุนวัตถุดิบอาหารเป็นต้นทุนหลักของบริษัท โดยวัตถุดิบสำคัญได้แก่ แป้ง เนย น้ำตาล นม แยม ไข่กรอก เครื่องปรุงรสต่างๆ ในบางช่วงเวลาราคาวัตถุดิบเหล่านี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงขึ้นลงตามอุปสงค์และอุปทานได้ ซึ่งเป็นปัจจัยที่อยู่นอกเหนือการควบคุมของบริษัท อาจส่งผลกระทบต่อบริษัทหากไม่สามารถปรับขึ้นราคาขาย หรือควบคุมต้นทุนอื่นให้ชดเชยกับราคาวัตถุดิบที่เพิ่มขึ้นได้ทั้งหมด

ความเสี่ยงจากการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายพนักงาน

ในกระบวนการผลิตของบริษัทยังถือเป็นธุรกิจที่ต้องอาศัยแรงงานจำนวนมาก (Labor Intensive) และต้องเป็นแรงงานที่มีทักษะทั้งการผสมส่วนประกอบอาหารตามสูตร การประกอบ หรือตกแต่งสินค้าอาหาร ทำให้ค่าใช้จ่ายพนักงานถือเป็นต้นทุนหลักที่รองจากต้นทุนวัตถุดิบ ซึ่งหากค่าแรงปรับตัวสูงขึ้น (ทั้งจากนโยบายของภาครัฐ หรือจากปัญหาขาดแคลนแรงงานในระบบ) อาจกระทบต่อค่าใช้จ่ายพนักงานของบริษัทให้ปรับตัวสูงขึ้นได้

ความเสี่ยงจากผลกระทบของโรคระบาด

ในช่วงหลายปีที่ผ่านมาเกิดโรคระบาดหลายชนิดในโลกและประเทศไทย อาทิ โรคอหิวาต์ โรคไข้หวัดนก โรคไข้หวัดหมู (ASF) และล่าสุด COVID-19 ถือเป็นความท้าทายของผู้ประกอบการในธุรกิจอาหาร เพราะนอกจากต้องรับมือกับแนวโน้มราคาวัตถุดิบ (จากเนื้อสัตว์) ที่อาจปรับตัวสูงขึ้นจากปริมาณผลผลิตที่ลดลงแล้ว ยังต้องสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้บริโภคมั่นใจได้ว่าสินค้าอาหารของบริษัทมีความปลอดภัย มีวัตถุดิบที่มีคุณภาพ และสามารถตรวจสอบย้อนกลับถึงแหล่งที่มาของวัตถุดิบได้ตลอดทั้ง Supply Chain รวมถึงผลการดำเนินงานของบริษัทอาจถูกกระทบจากกำลังซื้อที่ชะลอตัวอันเนื่องมาจากสถานการณ์ COVID-19

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	3,370	2,923	3,461	3,968	4,392
Cost of sales	2,867	2,448	2,879	3,289	3,629
Gross profit	503	475	583	679	764
SG&A	280	264	287	329	365
Operating profit	223	211	295	349	399
Other income	3	4	3	4	4
EBIT	226	215	299	353	403
EBITDA	330	321	420	499	564
Interest charge	29	24	16	13	12
Tax on income	40	39	57	68	70
Earnings after tax	156	151	226	272	321
Minority interest	0	0	0	0	0
Normalized earnings	156	151	226	272	321
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	156	151	226	272	321

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net profit	156	151	226	272	321
Deprec. & amortization	104	106	121	146	161
Change in working capital	-149	-57	51	-8	-8
Other adjustments	74	77	0	0	0
Cash flow from operations	185	277	398	410	474
Capital expenditure	-55	-49	-150	-250	-150
Others	-10	-2	-34	-8	-6
Cash flow from investing	-70	-35	-184	-258	-156
Free cash flow	115	242	214	153	318
Net borrowings	41	32	-203	-88	-10
Equity capital raised	0	55	1,050	0	0
Dividends paid	-75	-225	-113	-136	-160
Others	-81	-112	-7	5	4
Cash flow from financing	-115	-250	727	-219	-166
Net change in cash	0	-8	940	-67	152

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash & ST investment	18	10	950	884	1,036
Accounts receivable	438	413	474	544	602
Inventory	112	142	158	180	199
Other current assets	4	1	2	2	2
Total current assets	572	567	1,584	1,609	1,838
Investments	0	0	0	0	0
Plant, property & equipment	1,041	983	1,012	1,116	1,105
Other assets	23	25	59	67	73
Total assets	1,636	1,575	2,655	2,792	3,016
Short-term loans	100	224	164	151	158
Accounts payable	437	404	552	631	696
Current maturities	98	109	75	75	75
Other current liabilities	105	55	35	40	44
Total current liabilities	740	792	826	896	973
Long-term debt	389	286	177	102	85
Other non-current liab.	33	42	35	40	44
Total non-current liab.	422	328	211	142	129
Total liabilities	1,162	1,120	1,037	1,038	1,102
Registered capital	170	300	300	300	300
Paid up capital	170	225	300	300	300
Share premium	0	0	975	975	975
Legal reserve	15	30	30	30	30
Retained earnings	288	200	313	449	609
Minority Interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	473	455	1,618	1,754	1,914

Key Ratios

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Growth (%)					
Revenue	7.6	-13.3	18.4	14.6	10.7
EBITDA	45.1	-2.7	30.8	18.9	13.0
Net profit	97.2	-3.1	49.4	20.5	17.7
Normalized earnings	96.1	-3.1	49.4	20.5	17.7
Profitability (%)					
Gross profit margin	14.9	16.2	16.8	17.1	17.4
EBITDA margin	13.9	11.0	12.1	12.6	12.9
EBIT margin	6.7	7.4	8.6	8.9	9.2
Normalized profit margin	4.6	5.2	6.5	6.9	7.3
Net profit margin	4.6	5.2	6.5	6.9	7.3
Normalized ROA	9.6	9.6	8.5	9.8	10.6
Normalized ROE	33.0	33.3	14.0	15.5	16.7
Normalized ROCE	25.2	27.5	16.3	18.6	19.7
Risk (x)					
D/E	2.5	2.5	0.6	0.6	0.6
Net D/E	2.4	2.4	0.1	0.1	0.0
Net debt/EBITDA	3.5	3.5	0.2	0.3	0.1
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.92	0.68	0.75	0.91	1.07
Normalized EPS	0.92	0.67	0.75	0.91	1.07
EBITDA	1.94	1.43	1.40	1.66	1.88
Book value	2.78	1.52	5.39	5.85	6.38
Dividend	0.00	0.04	0.38	0.45	0.53
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	16.3	22.1	19.9	16.5	14.0
Norm P/E	16.3	22.3	19.9	16.5	14.0
P/BV	5.4	9.9	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	11.2	14.0	10.9	9.3	8.1
Dividend yield (%)	0.0	0.3	2.5	3.0	3.6

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.อุดรธานี 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 ถนนรสิงห์ 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.หาดใหญ่ 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" 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, EAJ, 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