

T-BUY

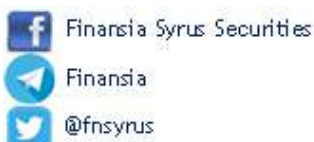
บมจ. เอ็นอาร์ อินสแตนท์ โพรดิวิจ

Previous	T-BUY
2022 Target Price (Bt)	10.0
Price (19/07/2021)	10.0
up/downside (%)	+0.0
SET Index	1,556.01
Sector	Food & Beverage
Foreign limit/actual (%)	49.00/22.35
Free float (%)	27.82
Market cap (Bt m)	14,100.10
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	133.41
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	11.40, 5.82, 9.04
IOD 2020	N/R
THAI CAC	N/A

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	1,408	1,852	2,235	2,537
Normalized profit	212	216	376	430
Net profit	124	133	319	373
EPS (Bt) - norm	0.16	0.15	0.27	0.30
EPS (Bt)- reported	0.11	0.09	0.23	0.26
% growth y-y	187.7	-14.5	140.7	16.8
Dividend/share (Bt)	0.04	0.04	0.09	0.11
BV/share (Bt)	1.90	1.82	1.95	2.10
EV/EBITDA (x)	46.6	38.7	25.2	21.4
PER (x) - norm	63.9	65.4	37.5	32.8
PER (x)	90.9	106.3	44.1	37.8
PBV (x)	5.3	5.5	5.1	4.8
Dividend yield (%)	0.4	0.4	0.9	1.1
ROE (%)	8.2	8.0	13.0	13.8
YE No. of shares (million)	1,356	1,410	1,410	1,410
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

Source: Company data, FSS estimates

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



คาดกำไรที่ติถูกเลื่อนไปอยู่ในปีหน้า

ระยะสั้น แนวโน้มกำไร 2Q21 ยังไม่สดใส เพราะปัญหา Container Shortage ยังไม่คลี่คลาย และบริษัทร่วมที่ UK ประสบผลขาดทุนมากขึ้น เพราะมีค่าใช้จ่ายจากการย้ายโรงงาน และสินค้ายังผลิตไม่ได้ตามแผน จากปัญหาติดขัดที่เกิดจาก COVID-19 ใน UK เชื่อว่าเป็นปัญหาชั่วคราว น่าจะทยอยดีขึ้นใน 2H21 ส่วนปัญหาเรือขาดจะดีขึ้นใน 4Q21 เพราะล่าสุดการวางเดือน ก.ค. ยังทำ New High และยังมีหาเรือยาก ทำให้เราต้องปรับประมาณการกำไรปกติปี 2021 ลง 39% เป็นกำไรที่ค่อนข้างทรงตัวจากปีก่อน และคาดกำไรที่ติจะถูกเลื่อนไปอยู่ในปี 2022 คาดโตสูง 74.5% Y-Y โดยคาดหวังการฟื้นตัวจาก COVID-19, ปัญหาเรือคลี่คลาย, รั่วรัยรายได้สินค้าใหม่ได้เต็มปี และคาดส่วนแบ่งจาก Plant and Bean ฟลิกมีกำไร เพื่อสะท้อนถึงสถานการณ์ปัจจุบัน และมองเป็นปัญหาชั่วคราว เราจึงปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 10 บาท (อิง PE เดิม 35 เท่า) สำหรับ NRF ถือเป็นหุ้นที่จัดอยู่ในธีม Story Driven และอยู่ในช่วงของการลงทุน ในขณะที่บริษัทยังมีกลยุทธ์ชัดเจนในด้านการลงทุน, M&A และ JV อีกหลายโปรเจกต์ในอนาคต จึงคงคำแนะนำ กึ่งกำไร

2Q21 ยังถูกกระทบจากปัญหาเรือ คาดกำไรฟื้นตัวช้า

คาดกำไรสุทธิ 2Q21 อยู่ที่ 20 ลบ. (+33% Q-Q, ทรงตัว Y-Y) หากไม่รวมค่าตัดจำหน่ายซื้อกิจการ คาดมีกำไรปกติที่ 34 ลบ. (-26% Q-Q, -23% Y-Y) ถือเป็นผลการดำเนินงานที่ยังไม่สดใส และฟื้นตัวช้ากว่าที่เคยคาด สาเหตุหลักมาจากปัญหา Container Shortage ที่นอกจากการวางเรือต้องปรับตัวสูงขึ้นต่อเนื่องแล้ว ยังประสบทั้งการหาสายเรือยาก และบางครั้งถูกยกเลิกกะทันหันด้วย ทำให้ไม่สามารถส่งมอบสินค้าได้ทันกับคำสั่งซื้อที่เข้ามา แม้จะเริ่มรั่วรัยได้จากสินค้าใหม่ที่เพิ่งซื้อเข้ามาอย่าง Prime Lab (อาหารเสริม) และ SOL Trading (สินค้าเช่น Cocoa Powder) แต่อาจยังไม่เพียงพอที่จะทำให้รายได้โต Q-Q ได้ แต่คาดการณ์รายได้ Y-Y เพราะมีการรวม City Food ตั้งแต่ 4Q20 นอกจากนี้ยังคาดส่วนแบ่งขาดทุนจากบริษัทร่วม Plant and Bean จะขาดทุนมากขึ้นเพราะ 1. มีค่าใช้จ่ายในการย้ายโรงงานใน UK โดยเฉพาะค่าใช้จ่ายพนักงาน และ 2. ใน UK ยังมีปัญหา COVID-19 ทำให้การออกสินค้าใหม่ล่าช้าออกไปจากแผนเดิม ส่งผลให้ปริมาณขายต่ำกว่าเป้า

คาดเห็นการฟื้นตัวของกำไรชัดเจนในช่วง 4Q21

หากกำไร 2Q21 เป็นไปตามคาด บริษัทจะมีกำไรสุทธิ 1H21 เพียง 35 ลบ. (-14.6% Y-Y) และคาดมีกำไรปกติ 1H21 อยู่ที่ 81 ลบ. (+12.5% Y-Y) คิดเป็นเพียง 22% ของประมาณการที่ปรับขึ้นของเรา ในขณะที่สถานการณ์เรือคอนเทนเนอร์ล่าสุดยังไม่คลี่คลาย หลายผู้ประกอบการ โดยเฉพาะ Freight Forwarder ทุกรายยังให้ภาพว่าการหาสายเรือยังคงค่อนข้างยาก และค่าระวางเรือตู้คอนเทนเนอร์ SCFI ล่าสุด 16 ก.ค. ทำ New High อยู่ที่ 4,054.42 จุด ทำให้ค่าระวางเฉลี่ย 3QTD อยู่ที่ 3,963.95 จุด (+21.6% Q-Q) น่าจะยังคงกดดันผลการดำเนินงานใน 3Q21 ต่อเนื่อง แต่เบื้องต้นเรายังมองแนวโน้มกำไรช่วง 2H21 น่าจะดีกว่า 1H21 โดยให้ความหวังไปที่การฟื้นตัวของ COVID-19 และปัญหาเรือคลี่คลายในช่วง 4Q21 ในขณะที่บริษัทยังมีแผนออกสินค้าใหม่หลายรายการ เช่น Plan-Based Food ทั้งกลุ่ม Seafood, Beef, Ready to eat, สินค้า Terpene Flavors ด้วยการจับมือกับ Loxley นำเข้าสารที่ให้กลิ่น Terpene และให้ Loxley เป็นผู้จัดจำหน่ายหลักๆ, การขยายเข้าสู่ธุรกิจกัญชงจากการจับมือกับพันธมิตร GTH และยังคงเดินหน้าเข้าสู่ธุรกิจ/แบรนด์ใหม่ต่อเนื่อง

ปรับลดประมาณการกำไร และปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2022

จากการฟื้นตัวของกำไรที่ดูช้ากว่าคาดใน 2Q21-3Q21 เราจึงปรับลดประมาณการกำไรปกติปี 2021 ลง 39% เป็น 216 ลบ. (+1.7% Y-Y) โดยคาดการณ์กำไร 1H21 คิดเป็นสัดส่วน 38% ของกำไรทั้งปี นั่นหมายถึงกำไร 2H21 จะต้องทำได้ไตรมาสละ 68 ลบ. และคาดกำไรที่ติจะถูกเลื่อนไปอยู่ในปี 2022 ราว 376 ลบ. โต 74.5% Y-Y บนสมมติฐานปัญหาเรือจบลง, ปัญหา COVID-19 คลี่คลาย, รั่วรัยรายได้ธุรกิจใหม่ได้เต็มปี และคาด Plant and Bean จะพลิกมีกำไร เพื่อสะท้อนถึงเหตุการณ์ปัจจุบัน เราจึงปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 10 บาท (อิง PE เดิม 35 เท่า)

Company Overview

NRF ดำเนินธุรกิจเป็นผู้ผลิต จัดหา และจำหน่ายผลิตภัณฑ์ปรุงรสอาหาร อาหารสำเร็จรูป เครื่องปรุงสำหรับประกอบอาหาร และอาหารโปรตีนจากพืช สามารถแบ่งออกเป็น 3 กลุ่มธุรกิจ

1. ธุรกิจ Ethnic Food 89% ของรายได้รวม ปัจจุบันมีผลิตภัณฑ์กว่า 2,000 SKUs และมากกว่า 500 สูตรอาหาร ของทั้งสินค้าภายใต้ตราสินค้าของบริษัท และสินค้ารับจ้างผลิต
2. ธุรกิจ Plant-Based Food 8% ของรายได้รวม เป็น OEM ทั้งหมด เช่น เนื่องจากขนุน เส้นบุก นมถั่วเหลือง
3. ธุรกิจ Functional Products 3% ของรายได้รวม ปัจจุบันมีผลิตภัณฑ์เจลแอลกอฮอล์ในบรรจุภัณฑ์ V-Shapes

บริษัทจำหน่ายสินค้าไปกว่า 25 ประเทศทั่วโลก และกระจายไปหลายทวีปได้แก่ สหรัฐ ยุโรป เอเชีย โอเชียเนีย และไทย โดยได้รับการรับรองมาตรฐานการผลิตในระดับสากล ได้แก่ IFS Food, BRC Global Standard for food Safety, GMP, HACCP, HALAL และ SEDEX



นอกจากนี้บริษัทยังมุ่งเน้นลงทุนในนวัตกรรมอาหาร ด้วยการเข้าลงทุนผ่าน Startup Company มีเป้าหมายเจาะตลาดอาหารในกลุ่ม Specialty Food และ Plant-based Food ล่าสุดได้เข้าร่วมทุนกับ Boosted เพื่อลงทุนในธุรกิจ Branded e-commerce บน Amazon.com ที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจ Ethnic Food, Plant-based Food และ Functional Product

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ NRF โดยอิง PE ที่ 35 เท่า เท่ากับค่าเฉลี่ยของบริษัทที่ทำซอส และเครื่องปรุงอาหารทั่วโลก สะท้อนถึงแนวโน้มการเติบโตของกำไรที่คาดหวังต่อเนื่องในช่วง 3 ปีข้างหน้าราว 29% CAGR และยังมี Upside จากทั้งกลุ่มสินค้า Plant-based Food และ E-Commerce รวมถึงล่าสุดได้ขยายเข้าสู่ธุรกิจกัญชง

ESG

Environment

- NRF ให้ความสำคัญกับสิ่งแวดล้อมอย่างมาก เข้าร่วมเป็นอนุกรรมการด้านสิ่งแวดล้อมของ Global Compact Network Thailand และเป็นสมาชิกของ UN Global Impact เข้าร่วมในการเคลื่อนไหวเรื่องภาวะโลกร้อนในโครงการ 1.5 Degree Pledge เพื่อดำเนินธุรกิจในรูปแบบ Low Carbon และ Clean Energy โดยเริ่มโครงการ Carbon Footprint ในปี 2019 มุ่งหวังเป็นองค์กร Zero Carbon
- ทำกิจกรรมร่วมกับชุมชน โดยมีการรณรงค์ให้มีการคัดแยกขยะเพื่อนำไป Recycle รวมถึงมีการนำกล่องนมและกล่องเครื่องดื่ม นำไป Recycle กลับมาใช้สร้างเป็นลังกระดาษใหม่ และยังช่วยลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ได้ด้วย

Social

- ปี 2018 บริษัทได้เริ่มจัดทำรายงานความยั่งยืนให้กับ United Nations Global Compact และปัจจุบันได้ดำเนินการตามเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนของสหประชาชาติ 9 เป้าหมายได้แก่ No Poverty, Zero Hunger, Good Health and Well-being, Decent Work and Economic Growth, Sustainable Cities and Communities, Responsible consumption and Production, Climate Action, Life on Land และ Partnerships
- บริษัทให้ความสำคัญกับชุมชนและสังคมโดยรอบ โดยมีนโยบายการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคม CSR อย่างชัดเจน ให้ความสำคัญร่วมมือในกิจกรรมต่างๆกับชุมชนโดยรอบในพื้นที่ที่บริษัทเข้าไปดำเนินธุรกิจอยู่ และมีโครงการสำคัญเช่น การทำฟาร์มเพื่อให้เกษตรกรมีชีวิตที่ยั่งยืน (Green Farmer Green Army), พัฒนาระบบการผลิต (ติดตั้ง Solar Rooftop, ใช้หลอดไฟ LED, ลดการใช้พลาสติก), โครงการ Carbon Footprint เป็นต้น

Governance

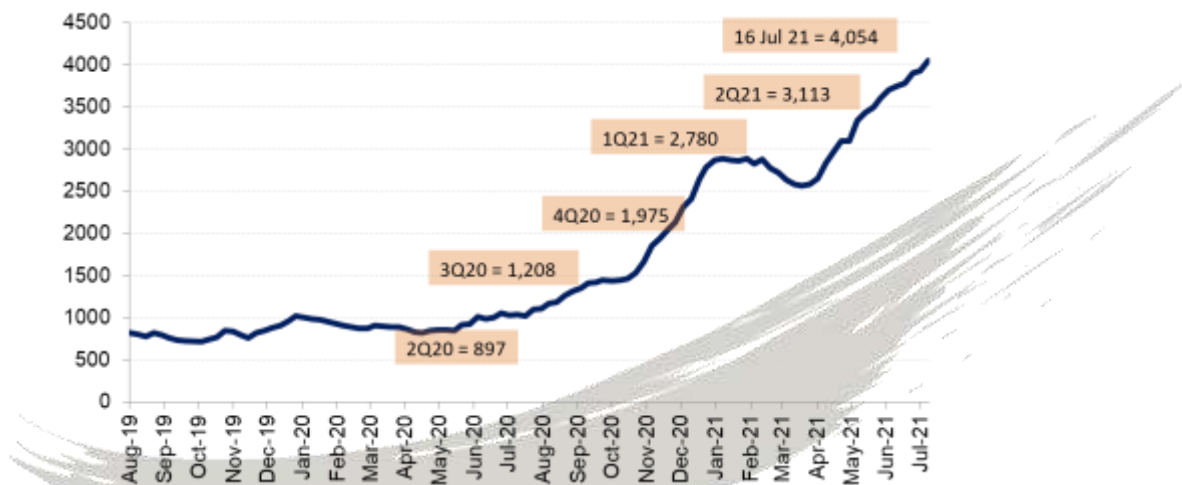
- บริษัทกำหนดแนวทางการดำเนินธุรกิจตามที่จัดทำโดยตลท. กลด. รวมถึงหลักเกณฑ์ ASEAN CG Scorecard โดยมีหลักปฏิบัติ 8 ข้อ ได้แก่ ตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการ, กำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายของกิจการตามหลักความยั่งยืน, เสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิภาพ, สรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูง, ส่งเสริมนวัตกรรมและประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อ, ดูแลให้มีระบบบริหารความเสี่ยงภายในที่เหมาะสม, รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล และสนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น
- บริษัทมีนโยบายไม่ให้พนักงาน ผู้บริหาร และผู้รับทราบข้อมูลระดับบริหารในสายงานบัญชีการเงิน ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทเป็นเวลายาวน้อย 30 วัน ก่อนการเปิดเผยข้อมูลสู่สาธารณชนและ 24 ชั่วโมง ภายหลังจากเปิดเผยข้อมูลแล้ว

คาดการณ์ผลการดำเนินงาน 2Q21E

(Bt mn)	2Q21E	1Q21	%Q-Q	2Q20	%Y-Y	1H21E	1H20	% Y-Y
Sales revenue	462	472	-2.1	327	41.3	934	592	57.7
Costs	312	318	-1.9	226	38.1	630	408	54.4
Gross profit	150	154	-2.6	105	42.9	304	184	65.2
SG&A costs	93	114	-18.4	53	75.5	207	105	97.1
Interest charge	15	13.7	9.5	13	15.4	29	26	11.5
Share of profit	-14	-9.5	nm	-8.6	nm	-23.5	-8.7	nm
Norm profit	34	46	-26.1	44	-22.7	81	72	12.5
Net profit	20	15	-33.3	21	-4.8	35	41	-14.6
Gross margin %	32.5	32.6	-0.1	30.8	1.7	32.6	31.1	1.5
SG&A as % of Sales	20.1	24.1	-4.0	16.2	3.9	22.1	17.8	4.3
Net margin %	4.2	3.2	1.0	1.1	-2.1	3.7	6.9	-3.2

Source: FSS Estimates

ดัชนีค่าระวางตู้คอนเทนเนอร์ Shanghai Containerized Freight Index (SCFI)



Source: en.sse.net.cn, FSS Research

2 แบรรนด์อาหารเสริมที่อยู่ภายใต้บริษัท JV (Boosted NRF Corporation USA)

Prime Labs Deal



Prime Labs is the #1 selling nutrition supplementary product on Amazon.com

Deal Size: \$17 million

Synergies:

- ✓ Help distribute Prime Labs Product across NRF distributors
- ✓ Sell Prime Labs on Asian E-commerce channels
- ✓ Extend business opportunities under Prime Labs Brand

Project in Pipeline



New product Development
Fa Talai Jane and Krachai Dum under Prime Labs Brand

New Acquisition Target

SOL TRADING



SOL Trading is a diversified portfolio of highly rated **Health and Wellness supplements** established for 8 years

2020 Revenue: \$2,100,000
EV/EBITDA: 4x
Deal Size: \$2.92 Million

Project Status: Expected Closing May 2021

Synergies:

- ✓ Strong entry point into food and supplement category on E-commerce platform
- ✓ Improved supply chain and supplier relationship
- ✓ Added opportunity on plant-based product development

SOL Trading Product Portfolio

• **Total of 45 SKUs across 4 brands:** Fossil Power, The Cocoa Trader, Aspen Naturals, Caribbean Cocoa



Boosted Bionardo Powder 2lb LTM: 13.8%
 Black Cocoa Powder LTM: 11.3%
 Beef Gelatin Powder LTM: 10.6%
 Unrefined Cocoa Butter 1lb LTM: 7.6%

Source: NRF's Presentation

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของเทรนด์การบริโภค Plant-Based Food

หากกระแสความนิยมการบริโภค Plant-Based Food มีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงข้ามกับที่บริษัทคาดการณ์ไว้ หรือเป็นเพียงกระแสชั่วคราว อาจทำให้บริษัทเผชิญความเสี่ยงจากการสูญเสียเงินลงทุนในธุรกิจ Startup ต่างๆ รวมถึงกลยุทธ์การลงทุนในธุรกิจ Startup และกองทุนที่เข้าไปลงทุนในธุรกิจ Startup แม้มองมุมหนึ่งจะเป็นการสร้างโอกาสในการเติบโตในอนาคตของบริษัท แต่ด้วยสถิติที่ผ่านมา ต้องยอมรับว่าอัตราการประสบความสำเร็จของธุรกิจ Startup ไม่สูงนัก อีกทั้งยังมีความเสี่ยงหากการเติบโตช้ากว่าคาด นั้นหมายถึง อาจทำให้บริษัทประสบผลขาดทุนจากธุรกิจที่เข้าไปร่วมลงทุน หรือสูญเสียเงินลงทุน

ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

เนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่ของบริษัทมาจากการส่งออกไปยังต่างประเทศสัดส่วนราว 74% ของรายได้ปี 2019 ซึ่งเป็นการขายในรูปแบบ USD เป็นหลัก ในขณะที่ต้นทุนวัตถุดิบส่วนใหญ่เป็นการซื้อในประเทศ ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน โดยเฉพาะในกรณีที่ค่าเงินบาทแข็งค่าเมื่อเทียบกับ USD ในกรณีที่ค่าเงินบาทแข็งค่าทุก 1 บาท หากบริษัทไม่ได้ใช้เครื่องมือป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน เราพบว่าจะกระทบต่อกำไรขั้นต้นของบริษัทราว 1.8% และกระทบต่อกำไรปกติราว 11% อย่างไรก็ตาม ด้วยนโยบายของบริษัทที่มีการป้องกันความเสี่ยงด้วยการทำ Forward ราว 50% ของรายได้ USD จึงคาดผลกระทบต่อกำไรปกติจะจำกัด นอกจากนี้บริษัทยังมีแผนที่จะเพิ่มสัดส่วนรายได้สกุลเงินบาทให้มากขึ้น จากทั้งการรวมซิดดี้ฟู้ดที่มีรายได้เป็นสกุลเงินบาทราว 86% ของรายได้ซิดดี้ฟู้ด และยังมีแผนการขาย NRF Brand และ น้านมถั่วเหลืองซินโป ในประเทศที่ด้วย น่าจะช่วยให้บริษัทลดการพึ่งพิงรายได้สกุลเงิน USD ได้ระดับหนึ่ง

ความเสี่ยงจากการแข่งขันในตลาดรับจ้างผลิต

ปัจจัยที่กระทบต่อความสามารถในการแข่งขันของบริษัทคือ ราคาขาย และราคาต้นทุนวัตถุดิบที่ผันผวนตามราคาตลาด โดยลูกค้าสามารถเปลี่ยนผู้รับจ้างผลิตรายอื่นแทนบริษัทได้ หากลูกค้าได้รับการเสนอราคาที่พอใจกว่า

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

วัตถุดิบหลักของบริษัทส่วนใหญ่เป็นผลผลิตทางการเกษตร เช่น พืช ปศุสัตว์ และประมง ซึ่งมีราคาเปลี่ยนแปลงขึ้นอยู่กับ Demand Supply ของผลผลิตชนิดนั้นๆ ซึ่งเป็นปัจจัยภายนอกที่บริษัทไม่สามารถควบคุมได้ ทั้งนี้หากราคาวัตถุดิบเปลี่ยนแปลง และบริษัทไม่สามารถปรับขึ้นราคาขายเพื่อสะท้อนต้นทุนสินค้าได้ทันเวลาที่ อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	1,111	1,408	1,852	2,235	2,537
Cost of sales	784	974	1,246	1,495	1,687
Gross profit	327	434	606	740	850
SG&A	218	257	380	346	393
Operating profit	109	177	226	393	457
Other income	9	36	25	25	28
EBIT	118	213	251	418	485
EBITDA	198	303	391	608	724
Interest charge	61	46	56	62	68
Tax on income	10	27	29	70	82
Earnings after tax	47	140	166	286	335
Minority interest	0	0	0	0	0
Normalized earnings	133	212	216	376	430
Extraordinary items	-92	-88	-83	-57	-57
Net profit	41	124	133	319	373

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net profit	41	124	133	319	373
Deprec. & amortization	80	90	140	190	240
Change in working capital	-43	-106	-14	-57	-45
Other adjustments	75	16	34	-34	-38
Cash flow from operations	153	124	292	419	530
Capital expenditure	-176	-365	-500	-500	-500
Others	24	-227	-228	67	36
Cash flow from investing	-141	-592	-728	-433	-464
Free cash flow	12	-468	-436	-13	66
Net borrowings	-54	-748	259	2	-25
Equity capital raised	135	1,299	54	0	0
Dividends paid	0	-9	-53	-128	-149
Others	3	9	97	88	69
Cash flow from financing	84	550	357	-38	-105
Net change in cash	97	82	-79	-51	-39

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	142	224	145	94	56
Accounts receivable	194	284	325	392	445
Inventory	85	188	205	246	277
Other current assets	10	25	28	34	38
Total current assets	432	722	703	765	816
Investments	47	304	385	402	457
Plant, property & equipment	375	637	997	1,308	1,568
Other assets	1,741	1,695	1,810	1,758	1,706
Total assets	2,596	3,358	3,895	4,234	4,546
Short-term loans	90	143	235	247	242
Accounts payable	126	202	239	287	324
Current maturities	256	67	65	65	65
Other current liabilities	11	37	46	56	63
Total current liabilities	483	449	585	655	694
Long-term debt	619	5	175	165	145
Other non-current liab.	321	329	426	514	584
Total non-current liab.	940	335	601	679	729
Total liabilities	1,423	784	1,186	1,334	1,423
Registered capital	1,421	1,421	1,485	1,485	1,485
Paid up capital	1,066	1,356	1,410	1,410	1,410
Share premium	156	1,165	1,165	1,165	1,165
Legal reserve	23	30	30	30	30
Retained earnings	-72	23	103	294	518
Minority Interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	1,173	2,574	2,708	2,900	3,124

Key Ratios

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Growth (%)					
Revenue	-1.2	26.8	31.5	20.7	13.5
EBITDA	-27.2	53.3	29.1	55.4	19.2
Net profit	-57.3	205.2	6.7	140.7	16.8
Normalized earnings	-16.9	59.7	1.7	74.5	14.2
Profitability (%)					
Gross profit margin	29.4	30.8	32.7	33.1	33.5
EBITDA margin	13.9	21.5	21.1	27.2	28.6
EBIT margin	10.6	15.1	13.6	18.7	19.1
Normalized profit margin	12.0	15.1	11.6	16.8	16.9
Net profit margin	3.7	8.8	7.2	14.3	14.7
Normalized ROA	5.1	6.3	5.5	8.9	9.5
Normalized ROE	11.3	8.2	8.0	13.0	13.8
Normalized ROCE	5.6	7.3	7.6	11.7	12.6
Risk (x)					
D/E	1.2	0.3	0.4	0.5	0.5
Net D/E	1.1	0.2	0.4	0.4	0.4
Net debt/EBITDA	6.5	1.8	2.7	2.0	1.9
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.04	0.11	0.09	0.23	0.26
Normalized EPS	0.12	0.16	0.15	0.27	0.30
EBITDA	0.19	0.22	0.28	0.43	0.51
Book value	0.83	1.90	1.82	1.95	2.10
Dividend	0.00	0.04	0.04	0.09	0.11
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	261.5	90.9	106.3	44.1	37.8
Norm P/E	80.2	63.9	65.4	37.5	32.8
P/BV	12.1	5.3	5.5	5.1	4.8
EV/EBITDA	60.4	46.6	38.7	25.2	21.4
Dividend yield (%)	0.0	0.4	0.4	0.9	1.1

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 อาคารเอ็นมาร์ค 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.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p>	<p>สาขา เคียนหวน (สีลม 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ 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 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 ต.ระกอบสมอราย 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 บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, 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 ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน 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