

BUY

บมจ. ไทยยูเนียน กรุ๊ป

Previous	BUY
2021 Target Price (Bt)	25.0
Price (09/08/2021)	21.9
up/downside (%)	+14.2
SET Index	1,540.19
Sector	Food & Beverage
Foreign limit/actual (%)	45.00/29.44
Free float (%)	60.55
Market cap (Bt m)	104,502.76
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	509.83
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	23.00, 13.40, 17.12
IOD 2020	5
THAI CAC	Certified

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	132,402	138,624	142,783	149,922
Normalized profit	6,551	7,447	7,877	8,309
Net profit	6,246	7,447	7,877	8,309
EPS (Bt) - norm	1.31	1.50	1.59	1.74
EPS (Bt)- reported	1.26	1.50	1.59	1.74
% growth y-y	63.7	19.2	5.8	5.5
Dividend/share (Bt)	0.72	0.87	0.91	0.99
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

 Finansia Syrus Securities

 Finansia

 @fnsyrus

กำไร 2Q21 ดีกว่าคาด จึงปรับกำไรและเป้าขึ้น

จากกำไร 2Q21 ที่ดีกว่าคาดถึง 17% โดยดีทั้งรายได้และอัตรากำไรขั้นต้น ทำให้บริษัทปรับเพิ่มเป้าหมายอัตรากำไรขั้นต้นปีนี้เป็น 17%-18% เดิม 17% และปรับลดส่วนแบ่งขาดทุน RL เหลือ -200-300 ลบ. เดิม -500-600 ลบ. ทำให้เรามีการปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2021-22 ขึ้น 4%-8% เป็นโต 19.2% Y-Y และ 5.8% Y-Y ตามลำดับ ทั้งนี้เราคาดกำไร 2H21 มีโอกาสอ่อนตัวลงจาก 3H21 เพราะฐานที่สูงใน 2Q21 และช่วงต้นไตรมาส 3 มีการหยุดการผลิตที่โรงงานสงขลาชั่วคราว 14 วัน แต่มองว่าอาจอ่อนลงไม่มาก เพราะได้อานิสงส์จากค่าเงินบาทอ่อนค่าเข้ามาช่วยหนุนอีกทางหนึ่ง เบื้องต้นมองสัดส่วนกำไร 1H21 : 2H21 อยู่ที่ 55% : 45% และการปรับเพิ่มกำไร นำไปสู่การปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2021 ขึ้นเป็น 25 บาท จากเดิม 24 บาท (อิง PE เดิม 17 เท่า) มี Upside 14.2% และประกาศจ่ายปันผลระหว่างกาลหุ้นละ 0.45 บาท คิดเป็น Yield 2% กำหนดขึ้น XD 23 ส.ค. และจ่ายเงิน 7 ก.ย. คงคำแนะนำซื้อ

กำไร 2Q21 ดีกว่าทั้งเราและ Consensus คาด

กำไรสุทธิ 2Q21 เท่ากับ 2,343 ลบ. (+30% Q-Q, +36.5% Y-Y) หากไม่รวม FX Gain 212 ลบ. และด้อยค่า Goodwill ของ TMAC (ธุรกิจเพาะพันธุ์ลูกกุ้งที่สมุทรสาคร) 105 ลบ. จะมีกำไรปกติเท่ากับ 2,236 ลบ. (+25% Q-Q, +46.7% Y-Y) ดีกว่าทั้งเราและ Consensus คาดราว 17% และเป็นกำไรสูงสุดใหม่ แม้รายได้ Ambient (อาหารทะเลแปรรูป) จะปรับลดลง -6.8% Y-Y จากฐานสูงในปีก่อนที่มี Panic Buy (แต่ยังโต +12.5% Q-Q) แต่การฟื้นตัวของรายได้ Frozen +23% Q-Q, +28.7% Y-Y และ Pet Care ที่ยังโตต่อเนื่อง +5% Q-Q, +12.5% Y-Y สามารถชดเชยได้ทั้งหมด ทำให้รายได้รวม +15.3% Q-Q, +8.6% Y-Y ถือเป็นรายได้สูงสุดในรอบ 10 ไตรมาส และสิ่งที่น่าประทับใจคือ อัตรากำไรขั้นต้นยังทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 19% จาก 17.7% ใน 1Q21 และ 18.2% ใน 2Q20 ดีกว่าคาด (เราคาดไว้ 18.2%) มาจากทั้งการบริหารที่ดี, ต้นทุนราคาปลายยังอยู่ในระดับต่ำ และได้อานิสงส์จากบาทอ่อนค่า ทำให้มาร์จิ้น Ambient ยังแข็งแกร่งที่ระดับ 22% ส่วนมาร์จิ้น Pet Care ทำ New High ที่ 30.1% (ก่อนหน้าอยู่ที่ 24%-26%) สำหรับค่าใช้จ่ายยังอยู่ในระดับสูง ทำให้ SG&A to Sale อยู่ที่ 11.6% (ไม่รวมด้อยค่า TMAC) ใกล้เคียง 11.7% ใน 1Q21 และ 11.1% ใน 2Q20 มาจากค่าขนส่งที่สูงขึ้น ในขณะที่ส่วนแบ่งจาก Red Lobster พลิกเป็นขาดทุนเล็กน้อย -49 ลบ. (ไม่รวม Lease Accounting) จาก +81 ลบ. ใน 1Q21 ตามฤดูกาล แต่ถือว่าฟื้นตัวจาก 2Q20 ที่ขาดทุนถึง -702 ลบ. จาก COVID-19 ใน US คลื่นคลายมากขึ้น แต่ส่วนแบ่งกำไรจาก Avanti (Feed และ Frozen) ในอินเดียอ่อนลงพอสมควร ส่วนหนึ่งจากปัจจัยฤดูกาล กอปรกับผลกระทบของ COVID19

แนวโน้มกำไร 2H21 อาจอ่อนตัวลงจาก 1H21

บริษัทมีกำไรสุทธิ 1H21 เท่ากับ 4,251 ลบ. (+55.6% Y-Y) คิดเป็น 61% ของประมาณการกำไรเดิม เบื้องต้นคาดกำไร 3Q21 น่าจะอ่อนตัวลง Q-Q เพราะช่วงต้นไตรมาสมีปัญหาแรงงานติดเชื้อ ทำให้ต้องหยุดสายการผลิตที่โรงงานสงขลาเป็นการชั่วคราว 2 สัปดาห์ (กลับมาเริ่ม Operate 5 ก.ค.) แต่คาดกำไรลดลงไม่มาก เพราะยังได้อานิสงส์จากค่าเงินบาทอ่อนค่าเข้ามาช่วยหนุนอีกทางหนึ่ง ในขณะที่คาดแนวโน้มกำไร 4Q21 น่าจะอ่อนตัวลงตามฤดูกาล ซึ่งปกติเป็น Low Season ของธุรกิจอยู่แล้ว ในขณะที่ยังมีอีก 2 ปัจจัยท้าทายต่อเนื่องคือ ต้นทุนขนส่งที่ยังทรงตัวสูง จาก Container Shortage และต้นทุน Packaging รวมถึงน้ำมันพืชที่ปรับตัวขึ้น แม้บริษัทปรับเป้าอัตรากำไรขั้นต้นปีนี้เป็น 17%-18% (เดิม 17%) ในขณะที่ 1H21 ทำไว้ที่ 18.4% นั้นหมายถึง อาจเห็นอัตรากำไรขั้นต้น 2H21 อ่อนตัวลงจากฐานที่สูงถึง 19% ใน 2Q21 อย่างไรก็ตาม แนวโน้ม Red Lobster ยังฟื้นตัวได้ต่อเนื่อง ล่าสุดได้กลับมาให้บริการครบ 100% แล้ว และบริษัทปรับลดเป้าส่วนแบ่งขาดทุนปีนี้เป็น -200-300 ลบ. จากเดิม -500-600 ลบ. (ปี 2020 ขาดทุน -1.1 พันลบ.)

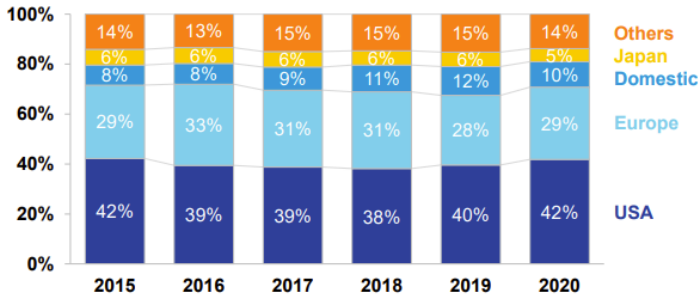
ปรับเพิ่มประมาณการกำไรและราคาเป้าหมาย

ด้วยกำไร 2Q21 ที่ดีกว่าคาด เราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2021-22 ขึ้น 4%-8% เป็น 7,447 ลบ. (+19.2% Y-Y) และ 7,877 ลบ. (+5.8% Y-Y) ตามลำดับ และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2021 ขึ้นเป็น 25 บาท จากเดิม 24 บาท (อิง PE เดิม 17 เท่า)

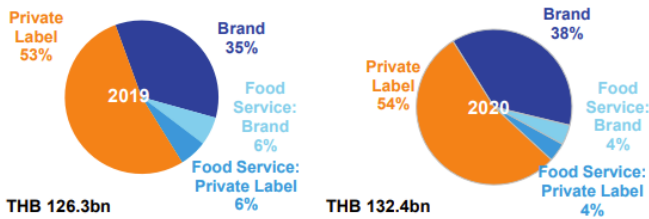
Company Overview

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

Sales Breakdown by Geographic



Sales Breakdown by Business



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

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

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ TU โดยอิงวิธี PE ที่ 17 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยย้อนหลังของบริษัท

ESG

Environment

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

Social

- บริษัทให้ความสำคัญกับการพัฒนาอย่างยั่งยืน ด้วยการสร้างมาตรฐานความรับผิดชอบต่อเศรษฐกิจ สังคมและสิ่งแวดล้อม โดยมีกลยุทธ์ประกอบด้วย 4 หัวข้อหลักคือ 1. แรงงานปลอดภัยและถูกกฎหมาย 2. 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

ผลการดำเนินงาน 2Q21

(Bt mn)	2Q21	1Q21	%Q-Q	2Q20	%Y-Y	1H21	1H20	% Y-Y
Sales revenue	35,883	31,124	15.3	33,051	8.6	67,007	64,154	4.4
Costs	29,078	25,617	13.5	27,024	7.6	54,695	53,087	3.0
Gross profit	6,805	5,507	23.6	6,027	12.9	12,312	11,067	11.2
SG&A costs	4,281	3,637	17.7	3,671	16.6	7,813	7,183	8.7
Interest charge	434	397	9.3	438	-0.9	831	873	-4.8
Net profit	2,343	1,803	30.0	1,716	36.5	4,251	2,732	55.6
Gross margin %	19.0	17.7	1.3	18.2	0.8	18.4	17.3	1.1
SG&A as % of Sales	11.9	11.7	0.2	11.1	0.8	11.7	11.2	0.5
Net margin %	6.5	5.8	0.7	5.2	1.3	6.3	4.3	2.0

Source: FSS Estimates



ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงด้านข้อกำหนดและกฎระเบียบในต่างประเทศ

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

ความเสี่ยงจากอุปสรรคทางการค้าด้านภาษีและไม่ใช่ภาษี

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

ความเสี่ยงจากการแข่งขันที่รุนแรง

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

ความเสี่ยงจากในการจัดหาและราคาวัตถุดิบ

ราคาวัตถุดิบที่สำคัญของบริษัทคือ ปลาทูน่า และกุ้ง ซึ่งถือเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ชนิดหนึ่ง ที่ไม่มีเครื่องมือบริหาร ความเสี่ยงโดยตรง และมีการเปลี่ยนแปลงราคาเพิ่มขึ้นหรือลดลงอย่างรวดเร็ว ซึ่งหากบริษัทไม่มีวิธีการบริหารจัดการที่ดี อาจกระทบต่อความสามารถในการกำไรของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

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

ความเสี่ยงจากการขาดแคลนแรงงานหรือค่าแรงขั้นต่ำปรับตัวสูงขึ้น

เนื่องจากอุตสาหกรรมอาหาร โดยเฉพาะอาหารทะเล ถือเป็นธุรกิจที่พึ่งพิงแรงงานเข้มข้น เพราะในสายการผลิตบางสาย เช่น การถอดก้างปลา ที่ไม่สามารถใช้เครื่องจักรแทนคนได้ ทำให้ยังต้องอาศัยแรงงานจำนวนมาก ปัจจุบันแรงงานของบริษัทพึ่งพิงแรงงานต่างด้าวราวครึ่งหนึ่งของแรงงานทั้งหมด จึงอาจมีความเสี่ยงที่บริษัทอาจประสบปัญหาขาดแคลนแรงงาน หรือในกรณีที่มีการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำอาจกระทบต่อต้นทุนของบริษัทได้

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	126,275	132,402	138,624	142,783	149,922
Cost of sales	106,165	108,985	114,088	117,367	123,236
Gross profit	20,110	23,418	24,536	25,415	26,686
SG&A	16,266	15,596	16,219	16,848	17,841
Operating profit	5,483	9,531	10,120	10,423	10,794
Other income	1,639	1,710	1,802	1,856	1,949
EBIT	5,483	9,531	10,120	10,423	10,794
EBITDA	9,174	13,486	14,375	14,929	15,550
Interest charge	2,056	1,724	1,725	1,735	1,701
Tax on income	158	724	839	869	909
Earnings after tax	3,270	7,083	7,555	7,819	8,184
Minority interest	-352	-263	-416	-428	-450
Normalized earnings	5,054	6,551	7,447	7,877	8,309
Extraordinary items	-1,238	-305	0	0	0
Net profit	3,816	6,246	7,447	7,877	8,309

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net profit	3,816	6,246	7,447	7,877	8,309
Deprec. & amortization	3,691	3,955	4,255	4,505	4,755
Change in working capital	2,343	2,487	-2,076	-1,040	-1,791
Other adjustments	790	-574	308	486	575
Cash flow from operations	10,640	12,114	9,935	11,829	11,849
Capital expenditure	-3,124	-4,737	-6,000	-5,000	-5,000
Others	2,651	1,796	1,328	-1,372	-2,095
Cash flow from investing	-473	-2,941	-4,672	-6,372	-7,095
Free cash flow	10,166	9,173	5,264	5,457	4,753
Net borrowings	789	-5,539	-929	-387	-60
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	-2,005	-4,369	-4,139	-4,365	-4,736
Others	-5,846	2,331	-1,437	320	550
Cash flow from financing	-7,062	-7,577	-6,505	-4,431	-4,247
Net change in cash	3,104	1,597	-1,241	1,026	507

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	4,689	6,286	5,045	6,071	6,577
Accounts receivable	14,869	13,320	15,116	15,569	16,348
Inventory	36,873	38,546	37,508	38,587	40,516
Other current assets	3,115	2,312	2,780	2,864	3,006
Total current assets	59,547	60,465	60,450	63,090	66,447
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	33,270	34,268	35,981
Total assets	141,909	144,575	143,975	148,108	153,423
Short-term loans	11,182	13,406	12,432	11,744	12,356
Accounts payable	19,323	19,068	20,317	20,901	21,946
Current maturities	4,098	8,147	4,000	4,000	4,000
Other current liabilities	1,205	3,392	1,294	1,285	1,299
Total current liabilities	35,808	44,013	38,043	37,930	39,601
Long-term debt	44,625	36,862	36,907	37,208	36,536
Other non-current liab.	9,681	7,964	10,674	10,994	11,544
Total non-current liab.	54,306	44,825	47,581	48,202	48,080
Total liabilities	90,114	88,838	85,624	86,132	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	33,318	36,830	40,403
Minority Interests	3,372	3,551	3,743	3,855	4,048
Shareholders' equity	51,795	55,737	58,351	61,976	65,742

Key Ratios

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Growth (%)					
Revenue	-5.3	4.9	4.7	3.0	5.0
EBITDA	13.5	47.0	6.6	3.9	4.2
Net profit	17.2	63.7	19.2	5.8	5.5
Normalized earnings	23.6	29.6	13.7	5.8	5.5
Profitability (%)					
Gross profit margin	15.9	17.7	17.7	17.8	17.8
EBITDA margin	7.3	10.2	10.4	10.5	10.4
EBIT margin	4.3	7.2	7.3	7.3	7.2
Normalized profit margin	4.0	4.9	5.4	5.5	5.5
Net profit margin	3.0	4.7	5.4	5.5	5.5
Normalized ROA	3.6	4.5	5.2	5.3	5.4
Normalize ROE	10.4	12.6	13.6	13.6	13.5
Normalized ROCE	5.2	9.5	9.6	9.5	9.5
Risk (x)					
D/E	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4
Net D/E	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3
Net debt/EBITDA	9.3	6.1	5.6	5.4	5.2
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.80	1.26	1.50	1.59	1.74
Normalized EPS	1.06	1.31	1.50	1.59	1.74
EBITDA	1.92	2.83	3.01	3.13	3.26
Book value	10.07	10.85	11.36	12.09	12.83
Dividend	0.47	0.72	0.87	0.91	0.99
Par	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Valuations (x)					
P/E	27.4	17.4	14.6	13.8	12.6
Norm P/E	20.7	16.7	14.6	13.8	12.6
P/BV	2.2	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	20.7	13.9	12.9	12.4	11.9
Dividend yield (%)	2.1	3.3	4.0	4.2	4.5

Source: Company data, Finansia research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500	สำนักงานอัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999	สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พินเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อนุสาวรีย์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999	สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545	สาขา ประชาชื่น 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 ถนนบรมหัตถ์ทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700	สาขา สีลม 1 130-132 อาคารสีลม 1 ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิญญู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100	สาขา เคียนหวน (สีลม 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิญญู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717	สาขา สาทร เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสโกทาวเวอร์ 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 ยูนิคเลขที่ 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.อุดรธานี 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 ถนนนเรศวร 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 ต.ระกอบสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323	สาขา อนุโลมภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ 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 ดรง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219	สาขา ปัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุตะมิแล 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 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 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