

NRF (NRF TB)

T-BUY

บมจ. เอ็นอาร์ อินสแตนซ์ โปรดิวซ์

Previous	T-BUY
2022 Target Price (Bt)	9.00
Price (19/08/2021)	8.65
up/downside (%)	+4.0
SET Index	1,544.28
Sector	Food & Beverage
Foreign limit/actual (%)	49.00/22.37
Free float (%)	27.82
Market cap (Bt m)	12,196.59
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	127.22
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	11.40, 5.82, 9.03
IOD 2020	N/R
THAI CAC	N/A

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	1,408	1,820	2,341	2,687
Normalized profit	212	139	348	403
Net profit	124	74	291	346
EPS (Bt) - norm	0.16	0.10	0.25	0.29
EPS (Bt)- reported	0.11	0.05	0.21	0.25
% growth y-y	187.7	-52.1	291.4	18.9
Dividend/share (Bt)	0.04	0.02	0.08	0.10
BV/share (Bt)	1.90	1.80	1.92	2.06
EV/EBITDA (x)	40.6	42.0	24.2	20.4
PER (x) - norm	55.3	87.5	35.1	30.3
PER (x)	78.6	164.2	42.0	35.3
PBV (x)	4.6	4.8	4.5	4.2
Dividend yield (%)	0.5	0.2	1.0	1.1
ROE (%)	8.2	5.2	12.2	13.2
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

 Finasia Syrus Securities

 Finasia

 @fnsyrus

เดินหน้าลงทุนธุรกิจใหม่ ส่วนธุรกิจเดิมรอฟื้นตัว

ผู้บริหารยังมั่นใจต่อการฟื้นตัวใน 2H21 แม้กำไร 2Q21 จะสะดุด และปรับเพิ่มเป้ารายได้ปี 2023 ขึ้นเป็น 5 พันลบ. โตกว่าเท่าตัวจากปี 2022 มาจากกฎเดินหน้าซื้อธุรกิจใหม่อย่างต่อเนื่อง ล่าสุด 2 ธุรกิจกลุ่ม E-Commerce ที่เพิ่งซื้อ 1H21 ได้ขยับขึ้นมามีสัดส่วนเป็น 15% ของรายได้รวมใน 2Q21 แล้ว แชนหน้า Plant Based ที่ลดลงไปอยู่ที่ 3% ของรายได้ โดยมีแผนเพิ่มรายได้ E-Commerce ให้มากขึ้นไปอีก และจะ Spin Off เพื่อเข้าจดทะเบียนในตลาด, ในปี 2023 ต่อไป นอกจากนี้ยังมีอีกหลายโปรเจกต์ที่กำลังทำอยู่ทั้ง Plant Based, กัญชง และล่าสุดมีแผนเข้าสู่ Pet Food ด้วย ซึ่งเรายังต้องติดตามต่อไปว่าจะสามารถสร้างผลตอบแทนได้ตามคาดหรือไม่ รวมถึงเรื่องสภาพคล่องในระยะยาวด้วย ส่วนสภาพคล่องปัจจุบันถือว่ายังดี แต่จากกำไร 2Q21 ที่ต่ำกว่าคาด เราจึงปรับลดกำไรและลดราคาเป้าหมายปี 2022 เป็น 9 บาท จากเดิม 10 บาท (อิง PE เดิม 35 เท่า) และนำงบกำไรไตรมาสเดิม ภายใต้ธีม Story Driven

ผู้บริหารยังมั่นใจต่อการฟื้นตัวใน 2H21 และปรับเป้ารายได้ปี 2023 ขึ้นอีก

ผู้บริหารยังมั่นใจต่อการฟื้นตัวในช่วง 2H21 แม้ 2Q21 ผลการดำเนินงานจะสะดุดจากปัญหา Container Shortage ระยะสั้นให้ภาพ 3Q21 จะกลับมาฟื้นตัว Q-Q ส่วนหนึ่งจากรายได้ Ethnic (สินค้ากลุ่มซอส เครื่องแกง สัตว์เลี้ยง 82% ของรายได้รวม) ที่ถูกเลื่อนมารับรู้ใน 3Q21 โดยยังตั้งเป้ารายได้รวมปี 2021 โต +45%-55% Y-Y เป็น 2-2.2 พันลบ. (โดย 1H21 ทำได้ 920 ลบ.) มาจากทั้งการรวม City Food เต็มปี (มีรายได้ราว 300-350 ลบ.) และเริ่มรับรายได้ E-Commerce (ผ่านการถือหุ้น 55% ในบริษัทร่วมทุน Boosted NRF) และปรับเพิ่มเป้าหมายรายได้ปี 2023 เป็น 5 พันลบ. แรงตัวขึ้นจากเป้าเดิมที่ระดับ 3 พันลบ. และเติบโตจากปี 2020 ที่ทำได้ 1.4 พันลบ.

สัดส่วน E-Commerce มาแรงแข่ง Plant Based

บริษัทได้จัดตั้งกลุ่มธุรกิจ E-Commerce ใน 1H21 โดยคอนเซ็ปต์จะเป็นการลงทุนซื้อธุรกิจในต่างประเทศที่มีสินค้าขายดีอยู่บน Online Platform (เช่น Amazon.com) ผ่านบริษัทร่วมทุน Boosted NRF ปัจจุบันมี 2 ธุรกิจคือ Prime Lab (อาหารเสริมสำหรับผู้ชาย) และ Sol Trading (เช่น ผงโกโก้) ใน 2Q21 มีรายได้ 67 ลบ. คิดเป็น 15% ของรายได้รวม (1H21 อยู่ที่ 11%) แชนหน้า Plant Based ที่มีสัดส่วนเหลือเพียง 3% (1H21 อยู่ที่ 5%) และอยู่ระหว่างซื้ออีก 1 บริษัทคือ Well Path (สินค้าเช่น Vitamin Gummy) คาดดีลจะจบในเดือน ก.ย. และยังมีแผนซื้ออีก 1-2 บริษัทในช่วงที่เหลือของปีนี้ คาดสัดส่วนรายได้ E-Commerce จะเร่งขึ้นไปอีก โดยผู้บริหารตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนรายได้กลุ่มนี้ขึ้นเป็น 40%-50% ของรายได้รวมในปี 2023 และมีแผน Spin Off ธุรกิจนี้เข้าจดทะเบียนในตลาด, ในปี 2023 ต่อไป

โรงงาน Plant Based ที่อังกฤษอยู่ในช่วงเร่งฟื้นตัวให้กำไรในปี 2022

แผนการพลิกมีกำไรของบริษัทร่วม Plant and Bean, UK (NRF ถือ 50%) เลื่อนออกไปเป็น 2022 จาก 3Q21 ภายหลัง COVID-19 ทำให้การออกสินค้าใหม่ล่าช้ากว่าที่คาด (มีการย้ายโรงงานจาก York ไป Boston, UK) และปัจจุบันมีการใช้กำลังการผลิตเพียง 15% จึงมีส่วนแบ่งขาดทุนใน 1Q21-2Q21 อยู่ที่ -9.5 ลบ. และ -22.7 ลบ. ตามลำดับ ยังคาดหวังขาดทุนน้อยลงใน 3Q21 และพลิกมีกำไรได้ในปี 2022

ยังมีอีกหลายโปรเจกต์รออยู่ ต้องตามดูผลตอบแทนและสภาพคล่อง

บริษัทยังมีแผนลงทุนอีกหลายธุรกิจ (ที่เปิดเผยแล้ว เช่น Plant Based ทำร่วมกับ PTT, กัญชงทำร่วมกับ GTH, และล่าสุดมีแผนเข้าสู่ธุรกิจ Pet Food ด้วย) รวมถึงมีแผนสร้าง Lab ในต่างประเทศ โดยแหล่งเงินทุนจะมาจาก IPO และล่าสุดมีกรออกขายหุ้นกู้ 700 ลบ. (อายุ 2 ปี ดอกเบี้ย 6.5%) และเมื่อธุรกิจที่เข้าไปลงทุนทั้งหมดสามารถสร้างผลกำไรและ Cash Flow ได้ หลังจากนั้นก็จะนำไปต่อยอดลงทุนในธุรกิจถัดไป ซึ่งส่วนแต่เป็นธุรกิจอาหาร และ Food Tech (เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อม และลดการผลิตคาร์บอน) ดังนั้นสิ่งที่ต้องตามดูคือ การสร้างผลตอบแทนของธุรกิจหรือสินค้าที่เข้าไปลงทุน หากประสบความสำเร็จก็จะสร้างผลตอบแทนให้กับบริษัทได้มาก ในทางตรงกันข้าม หากไม่ประสบความสำเร็จก็จะกลายเป็นความเสี่ยง และสร้างผลขาดทุนได้เช่นเดียวกัน และก็ต้องติดตามสภาพคล่องของบริษัทในระยะถัดไป ปัจจุบันถือว่ายังอยู่ในระดับที่ดี (D/E 0.5 เท่า) เพราะเพิ่ง IPO 9 ต.ค. 20

ปรับลดกำไรและราคาเป้าหมาย

จากกำไร 2Q21 ที่ต่ำกว่าคาด เราจึงปรับลดกำไรปกติปี 2021-22 ลง 36%/7% เป็น 139 ลบ. (-34.3% Y-Y) และ 348 ลบ. (+149.4% Y-Y) ยังเป็นสมมติฐานที่ Aggressive คาดหวังการฟื้นตัวอย่างมากในปี 2022 และปรับลดราคาเป้าหมายปี 2022 ลงเป็น 9 บาท จากเดิม 10 บาท (อิง PE เดิม 35 เท่า)

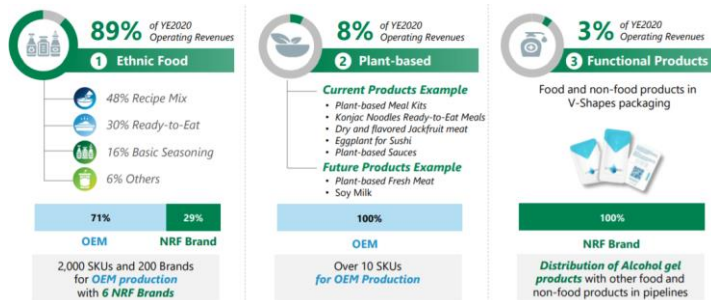
Company Overview

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 เนื้อจากขนุน 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

สัดส่วนรายได้ปี 2020



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 สะท้อนถึงแนวโน้มการเติบโตของกำไรที่คาดการณ์ต่อเนื่องในช่วง 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, ส่งเสริมวัฒนธรรมและประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบ, ดูแลให้มีระบบบริหารความเสี่ยงภายในที่เหมาะสม, รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล และสนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น
- บริษัทมีนโยบายไม่ให้อำนาจผู้บริหาร และผู้รับทราบข้อมูลระดับบริหารในรายงานบัญชีการเงิน ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทเป็นเวลายาวนานน้อย 30 วัน ก่อนการเปิดเผยข้อมูลสู่สาธารณะชนและ 24 ชั่วโมง ภายหลังจากเปิดเผยข้อมูลแล้ว

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของเทรนด์การบริโภค Plant-Based Food

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

ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

เนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่ของบริษัทมาจากการส่งออกไปยังต่างประเทศสัดส่วนราว 74% ของรายได้ปี 2019 ซึ่งเป็นการขายในรูป USD เป็นหลัก ในขณะที่ต้นทุนวัตถุดิบส่วนใหญ่เป็นการซื้อในประเทศ ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน โดยเฉพาะในกรณีที่ค่าเงินบาทแข็งค่าเมื่อเทียบกับ USD ในกรณีที่ค่าเงินบาทแข็งค่าทุก 1 บาท หากบริษัทไม่ได้ใช้เครื่องมือป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน เราพบว่าจะกระทบอัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทราว 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 ซึ่งมีราคาเปลี่ยนแปลงขึ้นอยู่กับการ Demand Supply ของผลผลิตชนิดนั้นๆ ซึ่งเป็นปัจจัยภายนอกที่บริษัทไม่สามารถควบคุมได้ ทั้งนี้หากราคาวัตถุดิบเปลี่ยนแปลง และบริษัทไม่สามารถปรับขึ้นราคาขายเพื่อสะท้อนต้นทุนสินค้าได้ทันเวลาที่ อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	1,111	1,408	1,820	2,341	2,687
Cost of sales	784	974	1,186	1,517	1,733
Gross profit	327	434	633	824	954
SG&A	218	257	482	480	551
Operating profit	109	177	151	344	403
Other income	9	36	25	26	30
EBIT	118	213	176	370	433
EBITDA	198	303	316	560	672
Interest charge	61	46	56	62	68
Tax on income	10	27	16	62	73
Earnings after tax	47	140	104	246	292
Minority interest	0	0	-15	9	13
Normalized earnings	133	212	139	348	403
Extraordinary items	-92	-88	-65	-57	-57
Net profit	41	124	74	291	346

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net profit	41	124	74	291	346
Deprec. & amortization	80	90	140	190	240
Change in working capital	-43	-188	-10	-77	-51
Other adjustments	75	93	16	-35	-40
Cash flow from operations	153	119	220	368	494
Capital expenditure	-176	-365	-500	-500	-500
Others	24	-227	-228	48	30
Cash flow from investing	-141	-469	-728	-452	-470
Free cash flow	12	-350	-508	-84	24
Net borrowings	-54	-748	307	-3	19
Equity capital raised	135	1,299	54	0	0
Dividends paid	0	0	-30	-116	-138
Others	3	-128	89	120	79
Cash flow from financing	84	423	421	1	-40
Net change in cash	97	82	-87	-83	-16

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	142	224	137	54	38
Accounts receivable	194	284	319	411	471
Inventory	85	188	195	249	285
Other current assets	10	25	27	35	40
Total current assets	432	722	678	749	834
Investments	47	304	385	421	484
Plant, property & equipment	375	637	997	1,308	1,568
Other assets	1,741	1,695	1,809	1,760	1,708
Total assets	2,596	3,358	3,870	4,238	4,594
Short-term loans	90	143	255	262	278
Accounts payable	126	202	228	291	332
Current maturities	256	67	75	75	75
Other current liabilities	11	37	45	59	67
Total current liabilities	483	449	603	687	753
Long-term debt	619	5	175	165	168
Other non-current liab.	321	329	419	539	618
Total non-current liab.	940	335	594	704	786
Total liabilities	1,423	784	1,197	1,390	1,539
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	68	242	449
Minority Interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	1,173	2,574	2,673	2,848	3,055

Key Ratios

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Growth (%)					
Revenue	-1.2	26.8	29.2	28.7	14.8
EBITDA	-27.2	53.3	4.3	77.2	20.1
Net profit	-57.3	205.2	-40.3	291.4	18.9
Normalized earnings	-16.9	59.7	-34.3	149.4	15.8
Profitability (%)					
Gross profit margin	29.4	30.8	34.8	35.2	35.5
EBITDA margin	13.9	21.5	17.4	23.9	25.0
EBIT margin	10.6	15.1	9.7	15.8	16.1
Normalized profit margin	12.0	15.1	7.7	14.8	15.0
Net profit margin	3.7	8.8	4.1	12.4	12.9
Normalized ROA	5.1	6.3	3.6	8.2	8.8
Normalize ROE	11.3	8.2	5.2	12.2	13.2
Normalized ROCE	5.6	7.3	5.4	10.4	11.3
Risk (x)					
D/E	1.2	0.3	0.4	0.5	0.5
Net D/E	1.1	0.2	0.4	0.5	0.5
Net debt/EBITDA	6.5	1.8	3.4	2.4	2.2
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.04	0.11	0.05	0.21	0.25
Normalized EPS	0.12	0.16	0.10	0.25	0.29
EBITDA	0.19	0.22	0.22	0.40	0.48
Book value	0.83	1.90	1.80	1.92	2.06
Dividend	0.00	0.04	0.02	0.08	0.10
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	226.2	78.6	164.2	42.0	35.3
Norm P/E	69.4	55.3	87.5	35.1	30.3
P/BV	10.5	4.6	4.8	4.5	4.2
EV/EBITDA	53.1	40.6	42.0	24.2	20.4
Dividend yield (%)	0.0	0.5	0.2	1.0	1.1

Source: Company data, FSS 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 อาคารเอ็นมาร์ค 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 (สีลม 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717	สาขา สาทร เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสโก้ทาวเวอร์ 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 บัตตานี 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 บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชักชวนให้ผู้ลงทุน 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, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PS, 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