

T-BUY

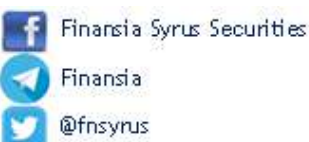
บมจ. อาร์ แอนด์ บี ฟู้ด ซัพพลาย

| Previous | T-BUY |
|---------------------------------|--------------------|
| 2022 Target Price (Bt) | 21.0 |
| Price (31/08/2021) | 20.4 |
| up/downside (%) | +2.9 |
| SET Index | 1,638.75 |
| Sector | Food & Beverage |
| Foreign limit/actual (%) | 49.00/4.44 |
| Free float (%) | 27.62 |
| Market cap (Bt m) | 40,800.00 |
| Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD) | 316.34 |
| hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD) | 23.60, 8.35, 16.76 |
| IOD 2020 | 3 |
| THAI CAC | N/A |

| Consolidated earnings | | | | |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| BT (mn) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| Revenue | 3,172 | 3,426 | 5,131 | 5,698 |
| Normalized profit | 539 | 583 | 1,034 | 1,175 |
| Net profit | 519 | 518 | 1,034 | 1,175 |
| EPS (Bt) - norm | 0.27 | 0.29 | 0.52 | 0.59 |
| EPS (Bt)- reported | 0.26 | 0.26 | 0.52 | 0.59 |
| % growth y-y | 18.0 | -0.2 | 99.6 | 13.7 |
| Dividend/share (Bt) | 0.15 | 0.16 | 0.31 | 0.35 |
| BV/share (Bt) | 2.05 | 2.15 | 2.36 | 2.59 |
| EV/EBITDA (x) | 48.0 | 42.6 | 26.4 | 23.1 |
| PER (x) - norm | 75.7 | 70.0 | 39.5 | 34.7 |
| PER (x) | 78.6 | 78.8 | 39.5 | 34.7 |
| PBV (x) | 10.0 | 9.5 | 8.7 | 7.9 |
| Dividend yield (%) | 0.7 | 0.8 | 1.5 | 1.7 |
| ROE (%) | 13.2 | 13.6 | 21.9 | 22.7 |
| YE No. of shares (million) | 2,000 | 2,000 | 2,000 | 2,000 |
| 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



มีพัฒนาการธุรกิจกัญชงอย่างต่อเนื่อง

จากประชุมนักวิเคราะห์หัวานนี้ โทบววก ได้เห็นพัฒนาการของกัญชงมากขึ้น จากการได้รับใบอนุญาตปลูกต่อเนื่อง และมีการเซ็น MOU กับ Contract Farming กว่า 600 ไร่แล้ว และกำลังจะได้รับเมล็ดนำเข้าและลงปลูกได้ในช่วงกลางเดือน ก.ย. นี้ ล่าสุดกฎหมายเกี่ยวกับ CBD ออกมาแล้ว และเป็นแนวทางให้ผู้ประกอบการกลางน้ำและปลายน้ำได้ชัดเจนขึ้น ทำให้ลูกค้าเร่งเข้ามาเซ็นสัญญากับบริษัทหลายราย เพื่อล๊อควัตถุดิบสำหรับผลิตภัณฑ์ปลายน้ำ คาดได้เห็นคำสั่งซื้อแรกอย่างรวดเร็วใน 4Q21-1Q22 โดยบริษัทเริ่มเห็นปริมาณความต้องการ CBD เบื้องต้นแล้ว และเป็นตัวเลขที่สอดคล้องกับประมาณการของเรา ดังนั้นเรายังคงประมาณการกำไรปี 2021-22 ตามเดิม +8.2% Y-Y และ +77.3% Y-Y ตามลำดับ และคงเป้าหมายปี 2022 ที่ 21 บาท แนะนำเก็งกำไร

มีพัฒนาการกัญชงอย่างต่อเนื่อง

บริษัทมีพัฒนาการในธุรกิจกัญชงคืบหน้าไปมาก ล่าสุดได้รับใบอนุญาตปลูกเพิ่มขึ้นต่อเนื่องรวม 34 ไร่ แบ่งเป็นในนามบริษัท 11 ไร่ และในนาม Contract Farming (กลุ่มวิสาหกิจชุมชนต่างๆ) 23 ไร่ โดยมีการเซ็น MOU กับ Contract Farming ครอบคลุมพื้นที่ไปแล้วมากกว่า 600 ไร่ และอยู่ระหว่างดำเนินการขอใบอนุญาต คาดจะไต่ครบทั้ง 600 ไร่ภายใน 1H22 ส่วนด้านเมล็ดพันธุ์กำลังนำเข้า บริษัทแจ้งว่าจะเข้ามาในวันที่ 3 ก.ย. และผ่านกระบวนการของด่านพืชรอกไม่เกิน 7 วัน คาดจะปลูกได้อย่างเร็วในช่วงกลางเดือน ก.ย. นี้

ผู้ประกอบการมีแนวทางชัดเจนขึ้น หลังกฎหมายอนุญาต CBD ในอาหารแล้ว

มีประกาศราชกิจจาให้ใช้สารสกัด CBD ในผลิตภัณฑ์อาหารได้แล้ว โดยกำหนดให้ใส่ CBD ในปริมาณสูงสุดไม่เกิน 75 มิลลิกรัมต่อกิโลกรัม (รายละเอียดดูได้ในหน้า 3) ทำให้ผู้ประกอบการกลางน้ำและปลายน้ำเริ่มมีแนวทางชัดเจนมากขึ้น ทั้งนี้ผู้บริหารระบุว่าในงานวิจัยพบว่า การใส่ในปริมาณเพียง 15 มิลลิกรัม ก็มากพอที่จะเริ่มออกฤทธิ์และเห็นสรรพคุณแล้ว กอปรกับ RBF ที่มีความคืบหน้ามากที่สุดในการกัญชง ยังเป็น Listed Company เพียงรายเดียวที่ได้รับใบอนุญาตโรงสกัด CBD เพื่อการพาณิชย์ และอุตสาหกรรม (ไม่ใช่เพื่อศึกษา วิจัย) ทำให้มีลูกค้ารอเซ็นสัญญาซื้อขายวัตถุดิบกัญชงหลายราย ล่าสุดมีการเซ็นสัญญากับ OSP และ ICHI อย่างเป็นทางการแล้ว และลูกค้ามีการวางเงินมัดจำเพื่อสนับสนุนให้กับ Contract Farming ด้วย

เป้าหมายรายได้กัญชงของบริษัท สอดคล้องกับประมาณการของเรา

บริษัทเปิดเผยถึงปริมาณความต้องการ CBD ในมือสำหรับปี 2022 อยู่ที่ราว 3,600-6,000 กก. โดยคำนึงทั้งความต้องการของลูกค้า และความสามารถในการจัดการวัตถุดิบ ภายใต้พื้นที่ปลูก 600 ไร่ (บริษัทประเมิน Yield ไว้ในระดับ Conservative ที่ 3% เพราะปลูกกลางแจ้ง) และมีสมมติฐานราคาขายที่ราว 2-3 แสนบาท/กก. (อิงค่ากลางที่ 2.5 แสนบาท/กก.) จะคิดเป็นรายได้ราว 900-1,500 ลบ. ถือว่ายังสอดคล้องกับประมาณการของเราที่ 1,200 ลบ. หลังจากนั้นเรายังต้องติดตามความคืบหน้าของการปลูก และผลผลิตต่อไป

คงประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายตามเดิม

ระยะสั้น 3Q21 ยังเผชิญเรื่องต้นทุนวัตถุดิบที่ทรงตัวสูงใกล้เคียง 2Q21 แต่บริษัทมีการบริหารจัดการลดผลกระทบดังกล่าว กอปรกับคำสั่งซื้อที่กลับมาฟื้นตัวได้ดีขึ้นในเดือน ก.ย. จึงคาดกำไร 3Q21 จะทยอยฟื้นตัว Q-Q และน่าจะเห็นการฟื้นตัวชัดเจนมากขึ้นใน 4Q21 ในขณะที่แนวโน้มราคาวัตถุดิบน่าจะปรับลดลงใกล้เคียงระดับปกติในช่วงต้นปี 2022 ดังนั้นเรายังคงประมาณการกำไรปกติปี 2021-22 ไว้ตามเดิม +8.2% Y-Y และ +77.3% Y-Y ตามลำดับ และคงราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 21 บาท

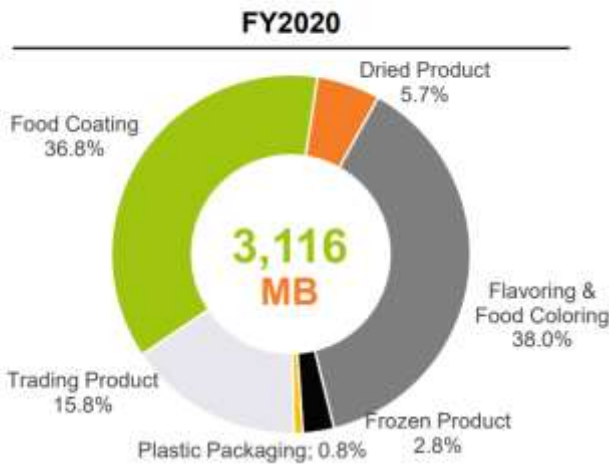
Company Overview

RBF ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายวัตถุดิบที่ใช้เป็นส่วนผสมในอาหาร โดยแบ่งเป็น 6 กลุ่มผลิตภัณฑ์ ดังนี้

1. กลุ่มวัตถุดิบแต่งกลิ่นและสีผสมอาหาร
2. กลุ่มแป้งและซอส
3. กลุ่มผลิตภัณฑ์อบแห้ง
4. กลุ่มผลิตภัณฑ์อาหารแช่แข็ง
5. กลุ่มบรรจุภัณฑ์พลาสติก
6. กลุ่มผลิตภัณฑ์เชื่อมขยายไป สินค้าประเภท Food Additives

ล่าสุดบริษัทได้ขยายธุรกิจโรงแรม 2 แห่งคือ โรงแรม Ibis เชียงใหม่ และโรงแรม Novotel ชุมพร ออกไปเรียบร้อยแล้วในวันที่ 1 มิ.ย. ที่ผ่านมา ทำให้รายได้หลักในปัจจุบันมาจากธุรกิจอาหารทั้งหมด ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการขายในประเทศ กลุ่มลูกค้าหลักคือ ผู้ผลิตอาหารและเครื่องดื่ม และมีรายได้จากการส่งออกราว 14% - 15% ของรายได้ธุรกิจอาหาร ปัจจุบันบริษัทมีโรงงานผลิตรวม 10 แห่งตั้งอยู่ที่ กทม. 1 แห่ง, ออยุธยา 6 แห่ง, เชียงใหม่ 1 แห่ง, เวียดนาม 1 แห่ง และอินโดนีเซีย 1 แห่ง

Revenue Breakdown By Product



Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ RBF โดยอิง PEG 1 เท่า, Implied PE ที่ 40 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยของผู้ประกอบการในธุรกิจที่คล้ายคลึงกันในประเทศ ได้แก่ Kerry Group (KYGA LN), International Flavors & Fragrance (IFF US) และ Maccormick (MKC US) เป็นต้น แต่สะท้อนถึงอัตราการเติบโตที่ค่อนข้างสูง +28.7% Y-Y ปี 2021 และ +64.6% Y-Y ปี 2022 ถือเป็นระดับ PE ที่เหมาะสม

ESG

Environment

- RBF ให้ความสำคัญกับการดูแลรักษาสิ่งแวดล้อมอย่างดี ในส่วนโรงงานผลิตมีการกำจัดสิ่งปฏิกูลและวัสดุที่ไม่ใช้แล้ว โดยการรวบรวมและจ้างบุคคลภายนอกที่เป็นผู้รับเหมาที่ได้รับอนุญาตในการทิ้งขยะ และได้รับการรับรองระบบมาตรฐานการจัดการสิ่งแวดล้อมในการกำจัดเท่านั้น ในส่วนน้ำเสีย จะจัดการโดยผ่านตะแกรงดักเศษขยะ และให้ไหลมารวมกันในบ่อบำบัดน้ำเสีย และผ่านกระบวนการบำบัดน้ำเสีย
- ตลอดระยะเวลาที่ผ่านมา บริษัทไม่เคยมีข้อพิพาทหรือถูกฟ้องร้องดำเนินคดีเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อมในการดำเนินธุรกิจ และไม่เคยได้รับการตักเตือนหรือถูกปรับในเรื่องดังกล่าว เพราะได้ปฏิบัติตามกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อมอย่างเคร่งครัดมาโดยตลอด

Social

- บริษัทได้สร้างความสัมพันธ์อันดีระหว่างบริษัทและชุมชน เช่น การมอบทุนวิจัยในโครงการสภากาชาดสำคัญจากพืชสมุนไพรให้กับมหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ และกิจกรรมมอบถุงพลาสติกให้ทางเทศบาลเพื่อรณรงค์ห้ามเผาป่า เป็นต้น
- บริษัทให้ความสำคัญกับการพัฒนาบุคลากร โดยมีการฝึกอบรมพนักงาน การสัมมนาประชุมทางวิชาการ การศึกษาดูงาน เพื่อเพิ่มพูนความรู้ความเข้าใจ และทักษะในการทำงาน เพื่อสร้างบุคลากรที่มีประสิทธิภาพให้กับองค์กรและสังคม

Governance

- บริษัทกำหนดแนวทางการดำเนินธุรกิจตามที่จัดทำโดยตลท.ที่กำหนดหลักการ 8 ข้อ 1. การประกอบกิจการด้วยความเป็นธรรม 2. การต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชัน 3. การเคารพสิทธิมนุษยชน 4. การปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเป็นธรรม 5. ความรับผิดชอบต่อผู้บริโภค 6. การดูแลรักษาสิ่งแวดล้อม 7. การร่วมพัฒนาชุมชนหรือสังคม และ 8. การมีนวัตกรรมและเผยแพร่นวัตกรรม
- บริษัทมีนโยบายไม่ให้พนักงาน ผู้บริหาร และผู้รับทราบข้อมูลภายใน ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัท ตั้งแต่วันที่ทราบข้อมูลจนถึงวันที่ข้อมูลได้เปิดเผยสู่สาธารณชนแล้ว และห้ามนำข้อมูลภายในที่ไม่ควรเปิดเผยไปเผยแพร่เพื่อเป็นการสร้างราคาให้กับหลักทรัพย์ในช่วง 1 เดือนก่อนที่งบการเงินจะเผยแพร่สู่สาธารณชน และ 1 วันหลังจากที่งบการเงินออกเผยแพร่

กฎหมายอนุญาตให้ใช้ CBD จากช่อดอกเป็นส่วนผสมในอาหารได้แล้ว

วันที่ 27 ส.ค. 64 มีประกาศลงราชกิจจานุเบกษาให้มีผลบังคับใช้ ประกาศกระทรวงสาธารณสุขเรื่อง ผลิตภัณฑ์อาหารที่มีสารสกัด CBD เป็นส่วนประกอบ ถือเป็นอาหารควบคุมเฉพาะ และมีผลบังคับใช้ตั้งแต่ 28 ส.ค. 64 เป็นต้นไป โดยกำหนดเงื่อนไขดังนี้

สาร CBD ต้องสกัดจากส่วนประกอบของกัญชงหรือกัญชาที่มีสาร THC ไม่เกิน 0.2% โดยน้ำหนัก และผลิตภัณฑ์อาหารที่มี CBD เป็นส่วนประกอบ จะต้องมีความ CBD ไม่น้อยกว่า 30% โดยน้ำหนัก และมี THC ไม่เกิน 0.2% โดยน้ำหนัก และกำหนด

ผู้นำ CBD มาผลิตเป็นอาหาร ต้องมีบันทึกการรับจ่ายสารสกัด CBD ไว้ที่สถานที่ผลิต และต้องเป็น CBD โดยชอบด้วยกฎหมาย หมายถึง ต้องตรวจสอบย้อนกลับไปยังต้นทางได้ได้ว่า CBD ดังกล่าวซื้อมาจากใคร และมาจากผลิตภัณฑ์กัญชงบนพื้นที่เพาะปลูกของใคร ซึ่งทุกชั้นจะต้องได้รับใบอนุญาตอย่างถูกต้องตามกฎหมาย

บัญชีผลิตภัณฑ์อาหารที่มี CBD เป็นส่วนประกอบและเงื่อนไขคุณภาพ

| ประเภทอาหาร | ปริมาณสูงสุดที่อนุญาต | ปริมาณปนเปื้อนสูงสุด |
|--|------------------------|------------------------|
| | (มิลลิกรัมต่อกิโลกรัม) | (มิลลิกรัมต่อกิโลกรัม) |
| | สาร CBD | สาร THC |
| ผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร (Food Supplement) เฉพาะชนิดเม็ด แคปซูล และของเหลวพร้อมบริโภคเท่านั้น | 75.0 | 0.15 |
| เครื่องดื่มแต่งกลิ่นรสอัดก๊าซ เฉพาะผลิตภัณฑ์พร้อมบริโภคเท่านั้น ยกเว้นผลิตภัณฑ์ในลักษณะเดียวกัน ที่มีส่วนประกอบของ ชา กาแฟ และคาเฟอีน ทั้งธรรมชาติและสังเคราะห์ และเครื่องดื่มเกลือแร่ | 75.0 | 0.15 |
| เครื่องดื่มแต่งกลิ่นรสไม่อัดก๊าซ เฉพาะผลิตภัณฑ์พร้อมบริโภคเท่านั้น ยกเว้น ผลิตภัณฑ์ในลักษณะเดียวกัน ที่มีส่วนประกอบของ ชา กาแฟ และคาเฟอีน ทั้งธรรมชาติและสังเคราะห์ และเครื่องดื่มเกลือแร่ | 75.0 | 0.15 |
| เครื่องดื่มจากธัญชาติ (Cereal and grain beverages) เฉพาะผลิตภัณฑ์พร้อมบริโภคเท่านั้น ยกเว้น ชา กาแฟ ชาจากพืช และผลิตภัณฑ์ในลักษณะเดียวกัน | 75.0 | 0.15 |

Source: Food.fda.moph.go.th

เป้าหมายของบริษัท และสมมติฐานของ FSS ที่ใช้ในการคาดการณ์ผลการดำเนินงาน RBF

| Assumptions | RBF's Target | FSS Forecast | | | % Growth | | |
|------------------------|----------------|--------------|---------|---------|----------|-------|-------|
| | 2022E | 2021E | 2022E | 2023E | 2021E | 2022E | 2023E |
| Food Sales (mb) | Growth 10%-12% | 3,426 | 3,931 | 4,402 | 8.0 | 14.7 | 12.0 |
| CBD Sales (mb) | 900 - 1,500 | -- | 1,200 | 1,200 | -- | -- | 0.0 |
| -Sale Volumes (kg.) | 3,600 - 6,000 | -- | 6,000 | 6,000 | -- | -- | 0.0 |
| -ASP of CBD (bt/kg.) | 250,000 | -- | 200,000 | 200,000 | -- | -- | 0.0 |
| Total Sales (mb) | -- | 3,426 | 5,131 | 5,698 | 8.0 | 49.8 | 11.1 |
| % Gross Margin | -- | 39.1 | 41.6 | 42.2 | -- | -- | -- |
| SG&A (mb) | -- | 637 | 893 | 992 | 0.8 | 40.2 | 11.1 |
| % SG&A to sales | -- | 18.6 | 17.4 | 17.4 | -- | -- | -- |
| Total Norm Profit (mb) | -- | 583 | 1,034 | 1,175 | 8.2 | 77.3 | 13.7 |
| % Norm Margin | -- | 17.0 | 20.1 | 20.6 | -- | -- | -- |

Source: Company Data, FSS Research

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงบุคลากรฝ่าย R&D และการรักษาความลับของสูตรการผลิต

เนื่องจากผลิตภัณฑ์ของบริษัทส่วนใหญ่เกี่ยวข้องกับอาหาร และส่วนผสมอาหารที่ใช้ในอุตสาหกรรมอาหาร เครื่องดื่ม ยา และอาหารสัตว์ เป็นต้น ซึ่งลูกค้ามีการนำไปใช้ทั้งเป็นวัตถุดิบตั้งต้น, ส่วนผสมในการผลิต หรือนำไปแปรรูปและผลิตสินค้า บริษัทจึงมีการทำ R&D เพื่อสร้างความแตกต่าง ยากที่จะหาวัตถุดิบอื่นมาทดแทน ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงจากการพึ่งพิงทีม R&D ที่ทำหน้าที่พัฒนา คิดค้นสูตร และหากมีการรั่วไหลของสูตรการผลิต อาจส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากการจัดหาวัตถุดิบให้ตรงกับปริมาณและคุณภาพที่ต้องการ

วัตถุดิบที่ใช้ในการผลิตของบริษัทแบ่งออกเป็น วัตถุดิบที่ไม่ใช่สารเคมี เช่น แป้งสาลี พืช ผัก ผลไม้ น้ำตาล เกลือ และวัตถุดิบที่เป็นสารเคมี เช่น สีผสมอาหาร วัตถุแต่งกลิ่น ซึ่งวัตถุดิบที่ไม่ใช่สารเคมี ถือเป็นสินค้าเกษตร ที่อาจมีปริมาณและคุณภาพเปลี่ยนแปลงตามปัจจัยที่อยู่นอกเหนือการควบคุม ในขณะที่วัตถุดิบที่เป็นสารเคมีนั้น ต้องเป็นสารเคมีชนิดที่กฎหมายและกระทรวงสาธารณสุขอนุญาตให้ใช้ในโรงงานผลิตภัณฑ์อาหาร และต้องการตรวจสอบคุณภาพตามข้อกำหนด จึงมีความเสี่ยงที่วัตถุดิบอาจมีปริมาณหรือคุณภาพไม่ตรงตามที่ต้องการ และกระทบต่อกระบวนการผลิตของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากมาตรการและอุปสรรคทางการค้าจากประเทศผู้นำเข้า

บริษัทขายสินค้าให้กับลูกค้าทั้งในและต่างประเทศ โดยกลุ่มลูกค้าในต่างประเทศ เช่น สหรัฐ และยุโรป ถือเป็นกลุ่มที่มีมาตรฐานสูงทั้งด้านสาธารณสุข คุณภาพความปลอดภัย กฎหมาย และสิ่งแวดล้อม บริษัทจึงอาจได้รับความเสี่ยงจากการถูกกีดกันทางการค้า รวมถึงมาตรการและอุปสรรคทางการค้าที่ไม่ใช่ภาษี

ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

เนื่องจากบริษัทมีรายได้เป็นการขายส่งออกราว 14% - 15% ของรายได้จากธุรกิจอาหาร ทำให้มีรายได้เป็นสกุลเงิน USD, EUR และ GBP จึงมีความเสี่ยงหากค่าเงินบาทแข็งค่าเมื่อเทียบกับสกุลอื่น และอาจส่งผลกระทบต่อผลประกอบการดำเนินงานของบริษัทได้

Income Statement (Consolidated)

| (Bt mn) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Revenue | 2,865 | 3,172 | 3,426 | 5,131 | 5,698 |
| Cost of sales | 1,774 | 1,888 | 2,086 | 2,994 | 3,294 |
| Gross profit | 1,091 | 1,284 | 1,339 | 2,137 | 2,405 |
| SG&A | 639 | 632 | 637 | 893 | 992 |
| Operating profit | 452 | 651 | 702 | 1,244 | 1,413 |
| Other income | 17 | 15 | 19 | 26 | 28 |
| EBIT | 469 | 667 | 721 | 1,270 | 1,442 |
| EBITDA | 650 | 855 | 959 | 1,558 | 1,780 |
| Interest charge | 26 | 15 | 12 | 12 | 12 |
| Tax on income | 89 | 115 | 128 | 226 | 257 |
| Earnings after tax | 354 | 537 | 581 | 1,031 | 1,172 |
| Minority interest | -1 | 2 | 2 | 3 | 3 |
| Normalized earnings | 383 | 539 | 583 | 1,034 | 1,175 |
| Extraordinary items | -30 | -20 | -65 | 0 | 0 |
| Net profit | 353 | 519 | 518 | 1,034 | 1,175 |

Cash Flow Statement (Consolidated)

| (Bt mn) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------------------|-------|------|-------|-------|-------|
| Net profit | 353 | 519 | 518 | 1,034 | 1,175 |
| Deprec. & amortization | 181 | 188 | 238 | 288 | 338 |
| Change in working capital | -66 | -518 | -47 | -524 | -449 |
| Other adjustments | 1 | 18 | 65 | 0 | 0 |
| Cash flow from operations | 468 | 207 | 774 | 798 | 1,064 |
| Capital expenditure | -87 | -690 | -250 | -250 | -250 |
| Others | -65 | -23 | -68 | -27 | -9 |
| Cash flow from investing | -152 | -712 | -318 | -277 | -259 |
| Free cash flow | 316 | -506 | 456 | 521 | 805 |
| Net borrowings | -797 | 221 | -10 | -10 | -9 |
| Equity capital raised | 1,675 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Dividends paid | -246 | -303 | -311 | -620 | -705 |
| Others | 17 | -46 | -11 | 25 | 8 |
| Cash flow from financing | 649 | -128 | -332 | -605 | -706 |
| Net change in cash | 966 | -634 | 124 | -84 | 99 |

Balance Sheet (Consolidated)

| (Bt mn) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Cash | 1,241 | 614 | 731 | 647 | 746 |
| Accounts receivable | 727 | 842 | 845 | 1,195 | 1,327 |
| Inventory | 683 | 757 | 800 | 1,107 | 1,263 |
| Other current assets | 9 | 415 | 445 | 513 | 741 |
| Total current assets | 2,659 | 2,628 | 2,821 | 3,462 | 4,077 |
| Investments | 70 | 70 | 70 | 70 | 70 |
| Plant, property & equipment | 1,623 | 2,129 | 2,141 | 2,103 | 2,015 |
| Other assets | 60 | 56 | 66 | 93 | 102 |
| Total assets | 4,412 | 4,883 | 5,099 | 5,729 | 6,265 |
| Short-term loans | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Accounts payable | 312 | 366 | 400 | 574 | 632 |
| Current maturities | 26 | 11 | 10 | 10 | 9 |
| Other current liabilities | 37 | 60 | 55 | 82 | 91 |
| Total current liabilities | 375 | 437 | 465 | 666 | 731 |
| Long-term debt | 75 | 296 | 286 | 277 | 268 |
| Other non-current liab. | 92 | 62 | 51 | 77 | 85 |
| Total non-current liab. | 167 | 358 | 338 | 354 | 354 |
| Total liabilities | 542 | 795 | 802 | 1,019 | 1,085 |
| Registered capital | 2,000 | 2,000 | 2,000 | 2,000 | 2,000 |
| Paid up capital | 2,000 | 2,000 | 2,000 | 2,000 | 2,000 |
| Share premium | 1,249 | 1,249 | 1,249 | 1,249 | 1,249 |
| Legal reserve | 110 | 131 | 131 | 131 | 131 |
| Retained earnings | 511 | 711 | 919 | 1,332 | 1,802 |
| Minority Interests | 0 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| Shareholders' equity | 3,870 | 4,089 | 4,296 | 4,710 | 5,180 |

Key Ratios

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------------------|-------|------|-------|-------|-------|
| Growth (%) | | | | | |
| Revenue | 4.6 | 10.7 | 8.0 | 49.8 | 11.1 |
| EBITDA | 5.6 | 31.5 | 12.2 | 62.4 | 14.3 |
| Net profit | 9.0 | 47.1 | -0.2 | 99.6 | 13.7 |
| Normalized earnings | 14.6 | 40.8 | 8.2 | 77.3 | 13.7 |
| Profitability (%) | | | | | |
| Gross profit margin | 38.1 | 40.5 | 39.1 | 41.6 | 42.2 |
| EBITDA margin | 22.7 | 26.9 | 28.0 | 30.4 | 31.2 |
| EBIT margin | 16.4 | 21.0 | 21.0 | 24.7 | 25.3 |
| Normalized profit margin | 13.4 | 17.0 | 17.0 | 20.1 | 20.6 |
| Net profit margin | 12.3 | 16.4 | 15.1 | 20.1 | 20.6 |
| Normalized ROA | 8.7 | 11.0 | 11.4 | 18.0 | 18.8 |
| Normalized ROE | 9.9 | 13.2 | 13.6 | 21.9 | 22.7 |
| Normalized ROCE | 11.6 | 15.0 | 15.6 | 25.1 | 26.1 |
| Risk (x) | | | | | |
| D/E | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| Net D/E | -0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.1 |
| Net debt/EBITDA | -1.1 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.2 |
| Per share data (Bt) | | | | | |
| Reported EPS | 0.22 | 0.26 | 0.26 | 0.52 | 0.59 |
| Normalized EPS | 0.19 | 0.27 | 0.29 | 0.52 | 0.59 |
| EBITDA | 0.32 | 0.43 | 0.48 | 0.78 | 0.89 |
| Book value | 1.94 | 2.05 | 2.15 | 2.36 | 2.59 |
| Dividend | 0.15 | 0.15 | 0.16 | 0.31 | 0.35 |
| Par | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| Valuations (x) | | | | | |
| P/E | 92.7 | 78.6 | 78.8 | 39.5 | 34.7 |
| Norm P/E | 106.6 | 75.7 | 70.0 | 39.5 | 34.7 |
| P/BV | 10.5 | 10.0 | 9.5 | 8.7 | 7.9 |
| EV/EBITDA | 61.7 | 48.0 | 42.6 | 26.4 | 23.1 |
| Dividend yield (%) | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 1.5 | 1.7 |

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.วิญญู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p> | <p>สาขา เคียนหวน (สีลม 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิญญู 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 ตรอกสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323</p> | <p>สาขา อนุสาวรีย์ 22/18 ถ.หลวงพ่อดิลก ต.ตลาดใหญ่ 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 ตรัง 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, LHM, 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 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