

TFG (TFG TB)

บมจ. ไทยฟู้ดส์ กรุ๊ป

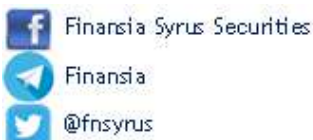
BUY

Previous	BUY
2022 Target Price (Bt)	5.25
Price (03/09/2021)	4.56
up/downside (%)	+15.1
SET Index	1,650.33
Sector	Food & Beverage
Foreign limit/actual (%)	49.00/32.32
Free float (%)	15.16
Market cap (Bt m)	25,570.53
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	44.63
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	5.85, 4.36, 5.24
IOD 2020	4
THAI CAC	Certified

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	31,339	32,467	34,642	36,062
Normalized profit	2,244	1,715	2,087	2,295
Net profit	2,563	1,715	2,087	2,295
EPS (Bt) - norm	0.40	0.30	0.35	0.37
EPS (Bt)- reported	0.46	0.30	0.35	0.37
% growth y-y	78.0	-35.2	17.9	6.7
Dividend/share (Bt)	0.09	0.09	0.14	0.15
BV/share (Bt)	1.81	2.03	2.26	2.52
EV/EBITDA (x)	7.31	8.80	7.97	7.49
PER (x) - norm	11.4	15.4	13.1	12.3
PER (x)	10.0	15.4	13.1	12.3
PBV (x)	2.5	2.2	2.0	1.8
Dividend yield (%)	1.9	1.9	3.1	3.2
ROE (%)	20.2	13.7	14.9	14.7
YE No. of shares (million)	5,608	5,795	5,982	6,168
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



2H21 ไม่สดใส จาก COVID คาดกลับมาโตปีหน้า

แนวโน้มกำไร 3Q21 ไม่สดใส เพราะถูกกระทบจาก COVID-19 ทำให้ Demand อ่อนลง และส่งผลต่อราคาเนื้อสัตว์ที่ปรับลงเร็ว อีกทั้งยังมีปัญหาโรงงานไก่ปรุงสุกหยุดชั่วคราว 10 วัน จากแรงงานติดเชื้อ กอปรกับราคาวัตถุดิบและค่าระวางเรือยังอยู่ในระดับสูง กดดันอัตรากำไรขั้นต้น แต่ยังคงหวัง COVID-19 จะเริ่มคลี่คลายใน 4Q21 ล่าสุดไทยมีการผ่อนคลายเป็นมาตรการล็อกดาวน์แล้ว คาดเวียดนามจะผ่อนคลายเป็นในช่วงครึ่งหลังของเดือน ก.ย. อาจส่งผลบวกต่อปริมาณขายและราคาเนื้อสัตว์ให้ฟื้นตัวได้ รวมถึงอยู่ระหว่างขยายสาขา ร้านค้าปลีก Food Shop ปัจจุบันมี 40 สาขา ตั้งเป้าสิ้นปี 2021 เป็น 70 สาขา และปี 2022 เพิ่มเป็น 150 สาขา จะช่วยหนุนการเติบโตของกำไรในปี 2022 อีกทางหนึ่ง ทั้งนี้ด้วยผลกระทบจาก COVID-19 ใน 3Q21 เราปรับลดกำไรปี 2021 ลง 24.3% เป็นการลดลง -33.1% Y-Y และคาดกลับมาโตปี 2022 +21.7% Y-Y และปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 5.25 บาท (อิง PE เดิม 15 เท่า) ยังมี Upside 15% จึงแนะนำซื้อ เพื่อรอการฟื้นตัวในปีหน้า ส่วนระยะสั้นยังไม่มี Catalyst หนุนราคาหุ้น

เผชิญ COVID-19 และต้นทุนยังอยู่ในระดับสูงกดดัน 3Q21

แนวโน้มกำไร 3Q21 ยังไม่สดใส คาดอ่อนลงอยู่ที่ 368 ลบ. (-13.8% Q-Q, -65.4% Y-Y) แม้ปกติ 3Q เป็น High Season ของธุรกิจ แต่ปีนี้ผิดปกติ โดยหลักมาจากผลกระทบของ COVID-19 ทำให้ Demand เนื้อสัตว์อ่อนตัวลงทั้งในไทยและเวียดนาม (ปัจจุบันเวียดนามยังเผชิญมาตรการล็อกดาวน์) ส่งผลให้ราคาหมูไทยเฉลี่ย 3QTD อยู่ที่ 71.5 บาท/กก. (-5% Q-Q, -7.5% Y-Y), หมูเวียดนาม 56,299 ต่อตัวกก. (-18% Q-Q, -30% Y-Y) และราคาไก่ไทย 30.75 บาท/กก. (-6.8% Q-Q, -8.7% Y-Y) รวมถึงประสบปัญหาแรงงานติดเชื้อต้องปิดโรงงานไก่ปรุงสุกชั่วคราว 10 วัน (สายการผลิตหยุด 7 วัน) ปัจจุบันกำลังเร่งฉีดวัคซีนเข็ม 2 ให้กับแรงงาน จะครบภายในสิ้น ก.ย.นี้ นอกจากนี้ราคาวัตถุดิบโดยรวมยังทรงตัวสูง โดยเฉพาะข้าวโพด 3Q21 เท่ากับ 10.2 บาท/กก. (+7.9% Q-Q, +12.1% Y-Y) ส่วนกากถั่วเหลืองเริ่มปรับลดลง 18.6 บาท/กก. (-3.5% Q-Q, +34.5% Y-Y) อีกทั้งต้นทุนค่าระวางเรือยังปรับขึ้นต่อเนื่อง จึงคาดรายได้รวม 3Q21 -4.4% Q-Q, -6% Y-Y และคาดอัตรากำไรขั้นต้นยังปรับลงต่อเป็น 11% จาก 11.5% ใน 2Q21 และฐานสูง 17.4% ใน 3Q20

แนวโน้มกำไร 4Q21 น่าจะกลับมาฟื้นตัว ยังคาดหวัง COVID-19 คลี่คลาย

แนวโน้มกำไรน่าจะกลับมาดีขึ้นใน 4Q21 ภายหลัง COVID-19 คลี่คลาย ยังคาดหวัง Demand กลับมาฟื้นตัวทั้งในประเทศ และการส่งออก ช่วยหนุนทั้งปริมาณขายและราคาเนื้อสัตว์ และคาดราคาข้าวโพดจะอ่อนตัวลงหลังผลผลิตฤดูกาลใหม่ทยอยออกมาตั้งแต่เดือน ก.ย.-ต.ค. เป็นต้นไป รวมถึงการกลับมา Operate โรงงานไก่ปรุงสุกได้เต็มที่อีกครั้ง คาด 2H21 จะพลิกคุ้มทุนหรือมีกำไรได้เล็กน้อย หักล้างผลขาดทุนใน 1H21 ซึ่งลดลงมาอยู่ที่ราว -70 ลบ. จะช่วยให้ทั้งปี 2021 พลิกเป็นคุ้มทุนได้ จากที่ขาดทุน -300 ลบ.ในปี 2020 ทั้งนี้อยู่ระหว่างขยายสาขา Food Shop ปัจจุบันเปิดไปแล้ว 40 สาขา และสร้างรายได้ใน 1H21 ได้ราว 250 ลบ. ขณะที่ยังมีแผนขยายต่อเนื่องเป็น 70 สาขาภายในสิ้นปี 2021 ปรับขึ้นจากเป้าเดิม 50 สาขา และปี 2022 ตั้งเป้าเพิ่มเป็น 150 สาขา โดยรวม Food Shop ได้รับผลกระทบจาก COVID-19 จำกัดมาก เพราะลูกค้ารายย่อยหันมาซื้อสินค้าจากร้านแทนตลาดสดที่หลายแห่งถูกปิดเพราะ COVID-19 ทำให้สาขาถึงจุดคุ้มทุนได้ภายใน 4 เดือน และมี

ปรับลดกำไรปี 2021 ลง และคาดกลับมาเติบโตอีกครั้งในปี 2022

จากผลกระทบ COVID-19 และปัญหาค่าระวางเรือที่ยังทำ New High ต่อเนื่องในเดือน ก.ย. รวมถึงสถานการณ์ราคาหมูที่ปรับลงเร็ว ทำให้แนวโน้มกำไร 2H21 ดูแย่กว่าที่เคยคาด เราจึงปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2021-22 ลง -24.3%/-16.9% เป็น 1,715 ลบ. (-33.1% Y-Y) และ 2,087 ลบ. (+21.7% Y-Y) ตามลำดับ โดยมองว่ากำไรจะกลับมาเติบโตในปี 2022 และคาดเห็นรายได้จากร้านค้าปลีก Food Shop เติบโตสูง และคาดมีสัดส่วนราว 3% ของรายได้รวมปี 2022 และปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 5.25 บาท (อิง PE เดิม 15 เท่า)

Company Overview

TFG ดำเนินธุรกิจเป็นผู้ผลิตอาหารแบบครบวงจรได้แก่ 1. **ผลิตภัณฑ์ไก่** ทั้งตัว ชิ้นส่วนไก่ และผลิตภัณฑ์แปรรูปจากเนื้อไก่ โดยเริ่มตั้งแต่การเพาะพันธุ์ไก่ เลี้ยงไก่ การออกไข่ ฟักไข่ ผลิตเนื้อไก่ รวมถึงผลิตภัณฑ์แปรรูปจากเนื้อไก่ 2. **สุกรมีชีวิต** ตั้งแต่การเพาะพันธุ์ การเลี้ยงสุกร การจำหน่ายสุกรมีชีวิตและชิ้นส่วนสุกร 3. **อาหารสัตว์** เน้นที่อาหารสัตว์สำหรับไก่และสุกรเป็นหลัก ทั้งผลิตไว้ในเองและจำหน่ายให้กับลูกค้าภายนอก 4. **ธุรกิจอื่น** อาทิ ศูนย์วิจัยและพัฒนาวัคซีนและเวชภัณฑ์, จำหน่ายบรรจุภัณฑ์สำหรับอาหารสัตว์และอุปกรณ์การเกษตรที่ทำจากพลาสติก ล่าสุดมีการจัดตั้งธุรกิจใหม่ บจ.มันนี่ ฮับ เซอร์วิส เพื่อทำธุรกิจประเภทให้สินเชื่อกับพนักงาน และลูกค้า

ประเภทธุรกิจ	ปี 2561		ปี 2562		ปี 2563	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
ธุรกิจไก่	17,920.16	61.20	16,443.34	56.50	16,508.82	51.19
ธุรกิจสุกร	6,255.99	22.06	7,942.83	27.29	9,501.71	29.83
ธุรกิจอาหารสัตว์และอื่นๆ	8,757.99	31.25	4,833.02	15.57	5,526.13	17.35
รายได้อื่นๆ	423.67	1.49	186.32	0.64	518.72	1.63
รวม	28,357.21	100.00	29,105.51	100.00	31,857.38	100.00

สิ้นปี 2020 บริษัทมีจำนวนไก่พ่อแม่พันธุ์ 1.96 ล้านตัว และมีกำลังการผลิต(เชือด)ไก่ 4.5 แสนตัวต่อวัน ในขณะที่มีกำลังการผลิตเลี้ยงสุกรขุนในไทยที่ 85,864 ตัวต่อเดือน ส่วนเวียดนามอยู่ที่ 7,200 ตัวต่อเดือน และมีกำลังการผลิตอาหารสัตว์ที่ 2.05 แสนตันต่อเดือน ทั้งนี้บริษัทมีฟาร์มและโรงงานผลิตหลายแห่งโดยตั้งอยู่ใน กาญจนบุรี ปราจีนบุรี สุพรรณบุรี สระแก้ว ขอนแก่น และชลบุรี

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ TFG โดยอิง PE เฉลี่ย 15 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ย 3 ปีย้อนหลังของบริษัท และจากคาดการณ์ 2022 EPS ที่ 0.35 บาท/หุ้น จึงให้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 5.25 บาท

ESG

Environment

- TFG ให้ความสำคัญกับสิ่งแวดล้อมเป็นอย่างมาก โดยสถานประกอบการตั้งแต่การฟักไข่ การฆ่าสัตว์ การผลิตเนื้อสัตว์ และการผลิตอาหารสัตว์ ได้ถือปฏิบัติตามข้อกำหนดและกฎหมายด้านสิ่งแวดล้อมภายใต้การควบคุมของสำนักงานเทคโนโลยีและสิ่งแวดล้อมโรงงาน สังกัดกรมโรงงานอุตสาหกรรม โดยมีการกำหนดมาตรฐานทั้งในเรื่อง น้ำ เสียง อากาศ สารเคมี รวมถึงการปล่อยสารใดๆที่อาจมีผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม
- โรงฆ่าและของบริษัทมีการติดตั้งเครื่องมือตรวจวัดคุณภาพน้ำปล่อยออกนอกโรงงาน BOD Online เชื่อมต่อสัญญาณเข้ากับกรมโรงงาน อีกทั้งยังมีการจ้างบริษัทเอกชนจัดทำรายงานภายในเกี่ยวกับสภาพสิ่งแวดล้อมภายในและภายนอกของโรงงานของบริษัทว่าผ่านมาตรฐานที่กำหนด

Social

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

Governance

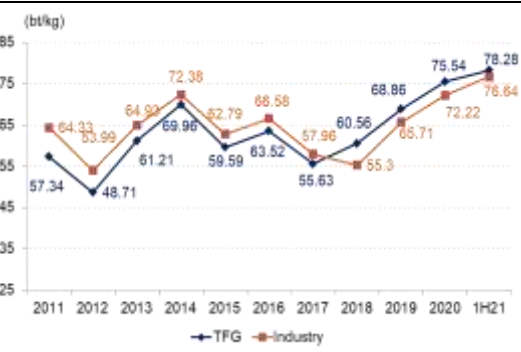
- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการ 8 ท่าน ประกอบด้วยกรรมการอิสระ 5 ท่าน มากกว่ากึ่งหนึ่งของกรรมการทั้งหมด สอดคล้องตามเกณฑ์เพื่อเป็นการถ่วงดุลอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกเสียง และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- บริษัทกำหนดแนวทางการดำเนินธุรกิจตามที่จัดทำโดยตลท.ที่กำหนดหลักการ 8 ข้อ 1. การประกอบกิจการด้วยความเป็นธรรม 2. การต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชัน 3. การเคารพสิทธิมนุษยชน 4. การปฏิบัติตามแรงงานอย่างเป็นธรรม 5. ความรับผิดชอบต่อผู้บริโภค 6. การดูแลรักษาสิ่งแวดล้อม 7. การร่วมพัฒนาชุมชนหรือสังคม และ 8. การมีนวัตกรรมและเผยแพร่นวัตกรรม
- บริษัทมีนโยบายไม่ให้พนักงาน ผู้บริหาร และผู้รับทราบข้อมูลภายใน ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัท ตั้งแต่วันที่ทราบข้อมูลจนถึงวันที่ข้อมูลได้เปิดเผยสู่สาธารณชนแล้ว และห้ามนำข้อมูลภายในที่ไม่ควรเปิดเผยไปเผยแพร่เพื่อเป็นการสร้างราคาให้กับหลักทรัพย์ในช่วง 1 เดือนก่อนที่งบการเงินจะเผยแพร่สู่สาธารณชน และ 1 วันหลังจากที่งบการเงินออกเผยแพร่

ราคาขายไก่ TFG เทียบกับอุตสาหกรรม



Source: TFG's Presentation

ราคาขายหมู TFG เทียบกับอุตสาหกรรม



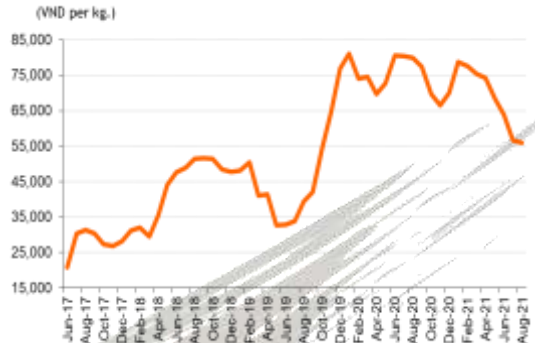
Source: TFG's Presentation

ราคาหมูหน้าฟาร์มในประเทศ (บาท/กก.)



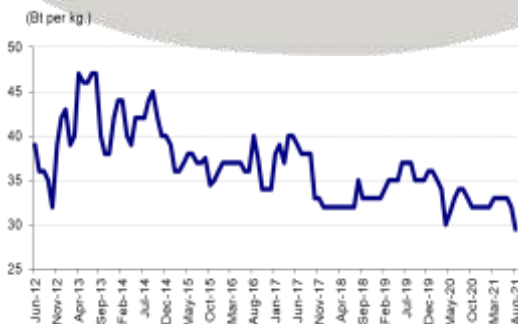
Source: กรมการค้าภายใน, FSS Research

ราคาหมูหน้าฟาร์มในเวียดนาม (ต่อง/กก.)



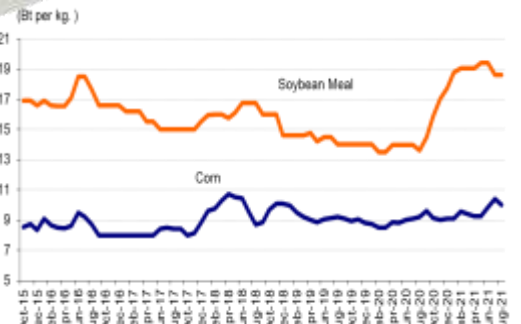
Source: CPF, FSS Research

ราคาไก่มีชีวิตทั้งตัว (บาท/กก.)



Source: กรมการค้าภายใน, FSS Research

ราคาข้าวโพดและกากถั่วเหลือง (บาท/กก.)



Source: กรมการค้าภายใน, FSS Research

3Q21 Earnings Preview

(Btmn)	3Q21E	2Q21	%Q-Q	3Q20	%Y-Y	9M21E	9M20	% Y-Y
Sales revenue	7,894	8,260	-4.4	8,394	-6.0	24,571	23,387	5.1
Costs	7,026	7,402	-5.1	6,934	1.3	21,722	20,024	8.5
Gross profit	868	958	-9.4	1,460	-40.5	2,849	3,364	-15.3
SG&A costs	371	378	-1.9	204	81.9	1,117	891	25.4
Net profit	368	427	-13.8	1,063	-65.4	1,241	2,135	-41.9
Gross margin %	11.0	11.5	-0.5	17.4	-6.4	11.6	14.4	-2.8
SG&A as % of Sales	4.7	4.5	0.2	2.4	2.3	4.5	3.8	0.7
Net margin %	4.7	5.1	-0.4	12.7	-8.0	5.1	9.1	-4.0

Source: FSS Estimates

เปลี่ยนแปลงสมมติฐานที่ใช้ในการคาดการณ์ผลการดำเนินงาน TFG

Assumptions	2021E			2022E			2023E		
	New	Old	%change	New	Old	%change	New	Old	%Change
Poultry Sale Value (mb)	16,060	16,469	-2.5	16,883	17,050	-1.0	17,305	17,476	-1.0
Swine Sale Value (mb)	8,978	10,708	-16.2	10,058	11,458	-12.2	10,662	12,146	-12.2
Feed Sale Value (mb)	6,641	5,915	12.3	6,646	6,152	8.0	6,845	6,339	8.0
Retail Shop Sale (mb)	773	--	--	1,035	--	--	1,235	--	--
% of Sales	2.4	--	--	3.0	--	--	3.4	--	--
Total Sale (mb)	32,453	33,092	-1.9	34,622	34,659	-0.1	36,047	35,958	0.2
% Y-Y Growth	3.6	5.6	--	6.7	4.7	--	4.1	3.7	--
% Gross Margin	11.6	13.1	--	12.0	13.5	--	12.3	13.7	--
SG&A (bt mn)	1,461	1,357	7.7	1,420	1,421	0.0	1,478	1,474	0.2
% SG&A to sales	4.5	4.1	--	4.1	4.1	--	4.1	4.1	--
Net Profit (bt mn)	1,715	2,265	-24.3	2,087	2,512	-16.9	2,295	2,690	-14.7
% Y-Y Growth	-33.1	-11.6	--	21.7	7.2	--	10.0	7.5	--

Source: FSS Research

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาเนื้อสัตว์

เนื่องจากรายได้หลักของบริษัทมาจากการจำหน่ายไก่ และสุกร ซึ่งมีราคาสินค้าขึ้นอยู่กับ Demand/Supply ในแต่ละช่วงเวลานั้นๆ โดยผลกระทบที่มีต่อ Demand มาจากทั้งพฤติกรรมผู้บริโภค ความต้องการตามฤดูกาล ส่วนผลกระทบที่มีต่อ Supply ขึ้นอยู่กับหลายปัจจัยได้แก่ โรคระบาด สภาพอากาศ ปริมาณการจำหน่ายในประเทศและการส่งออก ซึ่งหากราคาไก่หรือสุกรปรับลดลงจะเป็นลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

บริษัทมีต้นทุนหลักคือต้นทุนวัตถุดิบในการผลิตอาหารสัตว์ เช่น ข้าวโพด กากถั่วเหลือง ข้าวสาลี และมันอัดเม็ด เป็นต้น โดยราคาวัตถุดิบมีความผันผวนตาม Demand/Supply เช่นเดียวกัน และยังมีปัจจัยอื่นๆที่ข้อกีดกันทางการค้า สภาพอากาศ ความต้องการเป็นสินค้าทดแทนในส่วนของพลังงานทางเลือก รวมถึงการแทรกแซงของรัฐบาล นโยบายการช่วยเหลือทางด้านเกษตรกรรม และการกึ่งกำรจากตลาดซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้า ซึ่งหากกระทบให้ราคาวัตถุดิบปรับตัวสูงขึ้น อาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้ หากราคาเนื้อสัตว์ไม่ได้ปรับขึ้นในทิศทางเดียวกัน หรือบริษัทไม่สามารถปรับสูตรอาหารสัตว์เพื่อลดผลกระทบได้ทัน

ความเสี่ยงจากการพึ่งพาเกษตรกรตามพันธะสัญญา

บริษัทมีระบบเกษตรกรตามพันธะสัญญาในการเลี้ยงไก่และสุกร โดยสิ้นปี 2020 มีการทำสัญญาเลี้ยงไก่กับเกษตรกรจำนวน 310 ราย และเลี้ยงสุกรจำนวน 505 รายในไทย ทำให้มีความเสี่ยงหากไม่สามารถจัดหาเกษตรกรได้เพียงพอ เนื่องจากอาจมีการทำเกษตรกรรมแบบอื่นที่กำไรได้มากกว่า หรือกรณีคู่แข่งให้ข้อเสนอที่ดีกว่าของบริษัท นอกจากนี้อาจเกิดปัญหาการควบคุมมาตรฐานคุณภาพของการเลี้ยง ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อ Supply Chain ของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากการขาดแคลนแรงงาน

เนื่องจากเป็นธุรกิจที่มีการใช้แรงงานสูง โดยเฉพาะในส่วนของโรงฆ่าและซึ่งสิ้นปี 2020 มีจำนวนแรงงานในโรงฆ่าและราว 8,249 คน เพราะจำเป็นต้องใช้แรงงานในส่วนของคัดเลือกและตกแต่งขนาดของวัตถุดิบ ซึ่งหากประสบปัญหาขาดแคลนแรงงาน อาจกระทบต่อการผลิตของโรงงานให้ไม่เป็นไปตามแผนที่วางไว้

ความเสี่ยงจากโรคระบาดในสัตว์

โรคระบาดในสัตว์กระทบต่อความเชื่อมั่นของผู้บริโภคและภาวะอุตสาหกรรมโดยรวม ที่ผ่านมาระบาดได้เผชิญกับโรคไข้หวัดนก ไข้หวัดหมู โรคท้องร่วงติดต่อในสุกร และโรคปากเท้าเปื่อย ซึ่งนอกจากต้องมีการทำลายผลผลิตสัตว์หากพบว่ามีการระบาดของโรคในฟาร์มนั้นๆแล้ว ยังอาจถูกจำกัดสิทธิในการส่งออกสินค้าไปยังต่างประเทศอีกด้วย ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	28,919	31,339	32,467	34,642	36,062
Cost of sales	25,719	26,909	28,701	30,485	31,627
Gross profit	3,200	4,430	3,766	4,157	4,436
SG&A	1,381	1,291	1,461	1,420	1,479
Operating profit	1,819	3,139	2,305	2,737	2,957
Other income	168	199	227	242	252
EBIT	1,986	3,338	2,532	2,979	3,210
EBITDA	3,692	5,439	4,809	5,405	5,786
Interest charge	404	370	405	395	373
Tax on income	106	649	425	517	567
Earnings after tax	1,477	2,319	1,702	2,067	2,269
Minority interest	0	12	13	14	14
Normalized earnings	1,498	2,244	1,715	2,081	2,284
Extraordinary items	-58	319	0	0	0
Net profit	1,440	2,563	1,715	2,081	2,284

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net profit	1,440	2,563	1,715	2,081	2,284
Deprec. & amortization	1,705	2,101	2,276	2,426	2,576
Change in working capital	-1,438	-1,732	-60	-352	-230
Other adjustments	622	891	0	0	0
Cash flow from operations	2,330	3,824	3,931	4,155	4,630
Capital expenditure	-2,077	-3,312	-3,500	-3,000	-3,000
Others	-356	-579	-85	-196	-128
Cash flow from investing	-2,433	-3,891	-3,585	-3,196	-3,128
Free cash flow	-103	-67	346	960	1,502
Net borrowings	-2,088	1,863	1,020	-255	-621
Equity capital raised	1,141	0	187	187	187
Dividends paid	-460	-1,290	-515	-833	-914
Others	-70	34	21	0	0
Cash flow from financing	-1,477	607	713	-901	-1,349
Net change in cash	-1,580	540	1,060	58	153

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	399	784	344	402	555
Accounts receivable	1,861	1,964	2,046	2,183	2,272
Inventory	2,836	3,350	3,538	3,758	3,899
Other current assets	3,345	3,858	5,396	5,657	5,827
Total current assets	8,441	9,956	11,324	12,000	12,554
Investments	257	272	272	272	272
Plant, property & equipment	11,653	12,864	14,088	14,661	15,085
Other assets	2,435	2,999	3,084	3,280	3,408
Total assets	22,787	26,091	28,768	30,214	31,319
Short-term loans	5,714	3,377	3,877	3,095	2,956
Accounts payable	2,637	3,605	3,932	4,176	4,332
Current maturities	2,056	1,070	1,000	1,000	1,000
Other current liabilities	48	333	325	346	361
Total current liabilities	10,455	8,385	9,133	8,618	8,649
Long-term debt	2,098	6,196	6,696	7,196	6,696
Other non-current liab.	348	370	390	416	433
Total non-current liab.	2,446	6,566	7,086	7,612	7,129
Total liabilities	12,901	14,950	16,219	16,229	15,778
Registered capital	6,138	6,138	6,168	6,168	6,168
Paid up capital	5,608	5,608	5,795	5,982	6,168
Share premium	1,743	1,743	1,743	1,743	1,743
Legal reserve	250	331	331	331	331
Retained earnings	2,286	3,436	4,658	5,907	7,277
Minority Interests	0	24	23	23	22
Shareholders' equity	9,886	11,140	12,549	13,984	15,541

Key Ratios

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Growth (%)					
Revenue	3.5	8.4	3.6	6.7	4.1
EBITDA	65.9	47.3	-11.6	12.4	7.0
Net profit	123.1	78.0	-33.1	21.4	9.7
Normalized earnings	147.1	49.8	-23.6	21.4	9.7
Profitability (%)					
Gross profit margin	11.1	14.1	11.6	12.0	12.3
EBITDA margin	12.8	17.4	14.8	15.6	16.0
EBIT margin	6.9	10.7	7.8	8.6	8.9
Normalized profit margin	5.2	7.2	5.3	6.0	6.3
Net profit margin	5.0	8.2	5.3	6.0	6.3
Normalized ROA	6.6	8.6	6.0	6.9	7.3
Normalized ROE	15.2	20.2	13.7	14.9	14.7
Normalized ROCE	16.1	18.9	12.9	13.8	14.2
Risk (x)					
D/E	1.3	1.3	1.3	1.2	1.0
Net D/E	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9
Net debt/EBITDA	3.4	2.6	3.3	2.9	2.6
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.26	0.46	0.30	0.35	0.37
Normalized EPS	0.27	0.40	0.30	0.35	0.37
EBITDA	0.66	0.97	0.83	0.90	0.94
Book value	1.61	1.81	2.03	2.26	2.52
Dividend	0.13	0.09	0.09	0.14	0.15
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	17.8	10.0	15.4	13.1	12.3
Norm P/E	17.1	11.4	15.4	13.1	12.3
P/BV	2.8	2.5	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	10.3	7.3	8.8	8.0	7.5
Dividend yield (%)	2.7	1.9	1.9	3.1	3.2

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 พินเกล้า 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.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 ตรอกสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323</p>	<p>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ ต.หาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499</p>	<p>สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777</p>	<p>สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595</p>
<p>สาขา 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, 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 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