

CFRESH (CFRESH TB)

บมจ. ซีเฟรชอินดัสตรี

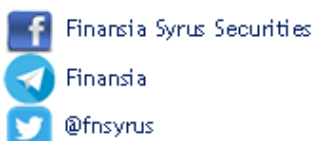
BUY

Previous	
2Q22 Target Price (Bt)	4.70
Price (29/09/2021)	3.60
Updownside (%)	+30.6
SET Index	1,616.98
Sector	Food & Beverage
Foreign limit/actual (%)	49.00/0.23
Free float (%)	32.16
Market cap (Bt mn)	3,337.56
Avg daily T/O (Bt mn) (2021 YTD)	24.32
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	3.70, 1.67, 2.52
IOD 2020	5
THAI CAC	Certified

Consolidated earnings				
BT (mn)	2019	2020	2021E	2022E
Revenue	5,503	5,855	6,953	7,217
Normalized earnings	-218	-282	214	297
Reported Net profit	-218	-282	214	297
Normalized EPS (Bt)	-0.47	-0.61	0.31	0.32
EPS (Bt)	-0.47	-0.61	0.23	0.32
% growth	nm	nm	nm	38.9
Dividend (Bt)	0.00	0.00	0.06	0.06
BV/share (Bt)	3.89	3.40	4.86	5.37
EV/EBITDA (x)	45.31	93.49	6.31	5.06
Norm. PER (x)	nm	nm	11.72	11.25
PER (x)	nm	nm	11.72	11.25
PBV (x)	0.39	0.78	0.74	0.67
Dividend yield (%)	0.0	0.0	1.7	1.8
ROE (%)	nm	nm	9.5	11.9
No. of shares (mn.)	464	464	927	927
Par (Bt)	1.00	1.00	1.00	1.00

Source: Company data, FINANSIA estimates

Analyst: Nanpicha Chungsirawat, CFA
 Register No.: 118391
 Tel.: +662 646 9964
 email: nanpicha.c@fnsyrus.com
 www.fnsyrus.com



หุ้น Turnaround คัดกำไรแจ่ม

เราเริ่มต้นให้คำแนะนำซื้อ CFRESH เพราะ 1) ราคาขายกุ้งแช่แข็งทั่วโลก มีแนวโน้มทรงตัวถึงเพิ่มขึ้นเล็กน้อย 2) ต้นทุนวัตถุดิบกุ้งขาว (70/kg) ทรงตัวอยู่ในระดับต่ำ ส่งผลดีโดยตรงกับบริษัท 3) ค่าเงินบาทอ่อนเทียบดอลลาร์สหรัฐ 4) ต้นทุนคงที่ลดลง จากการลดจำนวนคนงานตั้งแต่ 2Q20 เป็นต้นมา และ 5) ค่าระวางเรือตู้ที่เพิ่มขึ้น โดยบริษัทอาจต้องแบกรับค่าขนส่งส่วนเพิ่มบางส่วน จากทั้งหมด 5 ปัจจัย เรามองว่ามีประเด็นบวกถึง 4 ข้อ โดยเรามอง CFRESH เป็น Commodity Play ผลการดำเนินงานขึ้นอยู่กับปัจจัยภายนอกเป็นหลักทั้งราคากุ้งและค่าเงินบาท เรามองว่าปัจจุบันถึง Cycle ของหุ้นตัวนี้แล้ว คัดกำไร 3Q21 ที่ 77 ลบ. +216.1% Q-Q พลิกจากขาดทุนใน 3Q20 และแนวโน้มยังดีต่อใน 4Q21 คาดปี 2021 จะพลิกมีกำไร 214 ลบ. จากที่ขาดทุน 282 ลบ. ในปี 2020 เราประเมินมูลค่าพื้นฐานอิง PE 13x ได้ราคาเป้าหมายสิ้น 2Q22 ที่ 4.70 บาท แนะนำซื้อ

2H21 จะเป็นช่วงพีคของบริษัท ปัจจัยบวกเข้ามาหนุนพร้อมกัน

ใน 3Q21 ผัง Demand พื้นตัวเต็มที่ในประเทศคู่ค้าของบริษัท เช่น ประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศอังกฤษ ซึ่งได้ยกเลิกมาตรการล็อกดาวน์แล้วทั้งสองประเทศ ทำให้บริษัทเดินสายการผลิตเต็มกำลังในปัจุบัน ประกอบกับมาร์จินที่เพิ่มขึ้น โดยหลักจาก ราคาวัตถุดิบกุ้งขาวที่ลดลง ทำให้บริษัทมีโอกาสสต็อกสินค้าเพิ่มขึ้น รองรับยอดขายได้ประมาณ 2 เดือนจากนี้ และค่าเงินบาทที่อ่อนค่าเกือบแตะระดับ 34 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ ส่งผลดีโดยตรงกับบริษัท ด้วยสัดส่วนรายได้จากการส่งออกสูงถึง 96% ของรายได้รวม เราคาดรายได้ทั้งปี 2021 อยู่ที่ 6,953 ลบ. (+18.8% Y-Y) และกำไรปกติที่ 214 ลบ. (พลิกจากขาดทุน Y-Y) พื้นตัวจากปีที่แล้ว หลังจากทีบริษัทจำเป็นต้องลดราคาสินค้ากระบายสต็อกใน 2H20 เพื่อเปลี่ยนเป็นเงินสดโดยเร็ว เพราะมีการประกาศล็อกดาวน์ในประเทศคู่ค้าสำคัญของบริษัทตั้งแต่ 2Q20 เป็นต้นมา

หุ้น Turnaround ให้ราคาเป้าหมายสิ้น 2Q22 ที่ 4.70 บาท แนะนำซื้อ

เรามองว่าถึงเวลาที่เหมาะสมสำหรับ CFRESH จากปัจจัยบวกภายนอกที่เข้ามาพร้อมกัน โดยเฉพาะใน 2H21 เราประเมินมูลค่าพื้นฐานด้วย PE 13x ได้ราคาเป้าหมายสิ้น 2Q22 ที่ 4.70 บาท แนะนำซื้อ อย่างไรก็ตาม เนื่องด้วยผลประกอบการของบริษัทขึ้นอยู่กับปัจจัยภายนอกเป็นส่วนใหญ่ ซึ่งบริษัทควบคุมได้ จำเป็นต้องเฝ้าติดตามการเคลื่อนไหวของประเด็นต่างๆอย่างใกล้ชิด เพื่อปรับเปลี่ยนมุมมองตามสถานการณ์ได้อย่างทันทั่วทั้ง

3Q21E Earnings Preview

(Bt. mn)	3Q21E	2Q21	%Q-Q	3Q20	%Y-Y
Sales revenue	1,900	1,697	12.0	1,493	27.3
Costs	1,584	1,495	5.9	1,434	10.5
Gross profit	316	202	56.6	59	434.1
SG&A costs	168	152	10.4	168	-0.3
Norm profit	77	24	216.1	-146	nm
EPS (Bt./share)	0.08	0.03	216.1	-0.16	nm
Gross margin %	16.6	11.9	4.7	4.0	12.7
SG&A as % of Sales	8.8	9.0	-0.1	11.3	-2.4
Net margin %	4.0	1.4	2.6	-9.8	13.9

Source: FINANSIA Estimates

Company Overview

บริษัท ซีเฟรชอินดัสตรี จำกัด (มหาชน) (“CFRESH”) เป็นหนึ่งในผู้นำด้านผลิตภัณฑ์กุ้งแช่แข็ง ดำเนินธุรกิจมายาวนานกว่า 30 ปี จำหน่ายสินค้าไปยังทุกภูมิภาคทั่วโลกได้แก่ ทวีปอเมริกาเหนือ, ยุโรป, เอเชีย, แอฟริกา และโอเชียเนีย โดยมีโรงงานตั้งอยู่ที่จังหวัดชุมพร กำลังการผลิต 30,000 ตันต่อปี

โครงสร้างรายได้ ⁽¹⁾	ดำเนินการโดย	2563		2562		2561	
		ล้านบาท	%	ล้านบาท	%	ล้านบาท	%
กุ้งสดแช่แข็ง	CFRESH, SF, SFI	736	13	1,040	19	1,260	16
กุ้งต้มแช่แข็ง	CFRESH, SF, SFI	1,286	22	715	13	1,237	16
กุ้งมูลค่าเพิ่ม	CFRESH, BEF, SFI	2,900	50	2,909	53	4,427	56
ผลิตภัณฑ์อาหารทะเลอื่นและผลิตภัณฑ์อื่นที่เกี่ยวข้อง	CFRESH, BEF, SF, PCI, SFN, SFNI, SFF, MFL, 44Foods	914	15	810	15	987	12
รายได้จากการขายและบริการอื่น	MSI, SIHQ	19	0	29	0	21	0
รายได้อื่น		17	0	29	0	27	0
รายได้รวม ⁽²⁾		5,872	100	5,532	100	7,959	100

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมกลางปี 2022 ที่ 4.70 บาทต่อหุ้น โดยอิง PE 13x เรามอง CFRESH เป็นลักษณะ Commodity Play ผลการดำเนินงานขึ้นอยู่กับปัจจัยภายนอกเป็นหลัก ซึ่งเรายก 5 ปัจจัย (ราคาขายเฉลี่ย, ราคาวัตถุดิบ, ค่าเงินบาท, ต้นทุนคงที่, และค่าระวางเรือตู้) มาช่วยในการตัดสินใจ และพบว่ามากถึง 4 ใน 5 ข้อที่เป็นบวกต่อ CFRESH อย่างไรก็ดี ตาม เราจำเป็นต้องติดตามการเคลื่อนไหวอย่างใกล้ชิด เพื่อปรับเปลี่ยนกลยุทธ์การลงทุนอย่างทันที่

ESG

Environment

- บริษัทตระหนักถึงการก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศและผลกระทบที่บริษัทอาจได้รับ จึงได้ริเริ่มวิธีการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกด้วยวิธีการต่างๆ เช่น การปรับปรุงพัฒนาเครื่องจักร อุปกรณ์ และกระบวนการผลิตอย่างต่อเนื่อง เพื่อให้มีการใช้พลังงานและทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึง ริเริ่มโครงการติดตั้งแผงพลังงานไฟฟ้าแสงอาทิตย์ตามหลังคาอาคารโรงงานและฟาร์มเพาะเลี้ยงกุ้งของบริษัทในเครือ

Social

- บริษัทดำเนินธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับบุคคลที่หลากหลายและมีพนักงานภายใต้การดูแลเป็นจำนวนมาก การตระหนักและให้ความสำคัญในสิทธิมนุษยชนของผู้เกี่ยวข้องซึ่งกันและกัน จึงมีความสำคัญต่อความราบรื่นในการดำเนินงานร่วมกัน บริษัทจึงกำหนดให้ผู้ขาย ผู้รับจ้าง และผู้ส่งมอบในห่วงโซ่อุปทาน ไม่ใช้แรงงานเด็ก หญิงมีครรภ์ หรือการใช้แรงงานที่ไม่สมควรใจ

Governance

- บริษัทได้ตระหนักถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดี จึงได้จัดทำกฎบัตร ซึ่งระบุหน้าที่ของประธาน กรรมการ คณะกรรมการ คณะกรรมการชุดย่อย และผู้บริหารระดับสูง ซึ่งทำให้การแบ่งแยกบทบาทหน้าที่ระหว่างคณะกรรมการและฝ่ายจัดการมีความชัดเจนมากขึ้น และเกิดการถ่วงดุลอำนาจอย่างเหมาะสม

ประเด็นการลงทุน

CFRESH ทำธุรกิจส่งออกกุ้งแช่แข็ง มีสัดส่วนรายได้ส่งออกถึง 96% ส่วนใหญ่ส่งไปทวีปยุโรป 61% ของรายได้รวม รองลงมาเป็นประเทศอเมริกาและแคนาดา 23% ของรายได้รวม มีลูกค้าหลักคือเซิร์นร้านค้าปลีกชั้นนำของแต่ละประเทศ, ผู้ค้าส่งรายใหญ่, และโรงงานแปรรูปต่างๆ โดยบริษัทมีโรงงานตั้งอยู่ที่จังหวัดชุมพร ใกล้กับแหล่งฟาร์มกุ้งขาว ทำให้ง่ายต่อการขนส่ง มีกำลังการผลิต 30,000 ตันต่อปี

เรามองหุ้น CFRESH เป็นหนึ่งในหุ้น Commodity Play ผลประกอบการในแต่ละไตรมาสผันผวนตามปัจจัยภายนอก เป็นสำคัญ โดยเราแยกออกเป็น 5 ปัจจัย มีรายละเอียดดังนี้

1. ราคาขายกุ้งแช่แข็งในต่างประเทศ เป็นกลางถึงบวกเล็กน้อยต่อบริษัท

บริษัทส่งออกกุ้งแช่แข็ง แบ่งออกเป็น 3 ชนิดหลักคือ กุ้งสดแช่แข็ง, กุ้งต้มแช่แข็ง, และ กุ้งแปรรูปแช่แข็ง ซึ่งมีราคาขายแตกต่างกัน ขึ้นอยู่กับทั้งประเภทสินค้าและประเทศที่ขาย อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าราคาขายผลิตภัณฑ์เฉลี่ยในต่างประเทศทรงตัวถึงปรับขึ้นในช่วง 2H21 เพราะ 1) ด้วยสถานการณ์ COVID-19 ส่งผลให้หลายประเทศคู่แข่งที่ส่งออกกุ้งแช่แข็งรายใหญ่หยุดชะงัก (เช่น ประเทศเวียดนาม) ทำให้มีผลกระทบในฝั่ง Supply 2) การกลับมาเปิดเมืองในทวีปอเมริกาเหนือและทวีปยุโรป ซึ่งเป็นตลาดส่งออกหลักของบริษัท ทำให้ฝั่ง Demand พื้นตัวกลับมาปกติ รวมถึงอ้างอิงแนวโน้มราคาอาหารเฉลี่ยทั่วโลกผ่าน FAO Food Price Index ซึ่งอยู่ที่ระดับ 127 จุด เป็นการปรับตัวสูงสุดในรอบ 10 ปี (ล่าสุดปี 2011) ก็เป็นการยืนยันถึงมุมมองของเรา แต่ในขณะเดียวกัน เราคาดว่าราคาขายกุ้งแช่แข็งก็จะไม่เพิ่มขึ้นมากนัก เหตุด้วยกลยุทธ์การตั้งราคาขายของบริษัทที่เป็นแบบ ต้นทุนบวกส่วนเพิ่ม (Cost Plus) โดยสรุป เราคาดว่าบริษัทจะมีราคาขายกุ้งแช่แข็งเฉลี่ยในต่างประเทศทรงตัวในระดับเดิม จนถึง 2Q22

Sensitivity Analysis to average Implied selling price

Scenario	Implied Selling Price* (\$US)	Intrinsic Value (Baht)	%Change
+6%	13.40	7.50	59.6%
+4%	13.20	6.50	38.3%
+2%	13.00	5.60	19.1%
BASE	12.80	4.70	0.0%
-2%	12.60	3.70	-21.3%
-4%	12.40	2.80	-40.4%
-6%	12.20	1.90	-59.6%

Source: Finansia Estimates

* Just for rough analysis purpose (Derived formula: Shrimp revenue / Capacity used)

FAO Food Price Index (Ticker: FAOFOODI)



Source: Bloomberg

2. ราคากุ้งขาวในประเทศ ขนาด 70 ตัว/kg เป็นบวกกับบริษัทอย่างมาก

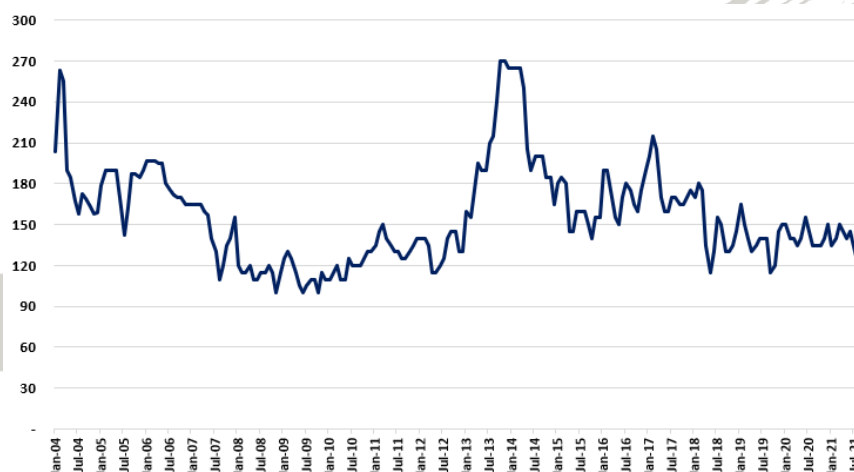
ต้นทุนวัตถุดิบกุ้งขาวมีสัดส่วนประมาณ 40% ของต้นทุนขายทั้งหมด มีราคาเฉลี่ยยืนอยู่ที่ 120 บาทต่อกิโลกรัมในเดือนสิงหาคมที่ผ่านมา ซึ่งอยู่ในระดับต่ำ เหตุจากสถานการณ์โรคระบาด COVID-19 ในประเทศไทย โดย บริษัทได้ถือโอกาสกักตุนสต็อกกุ้งขาวไว้เต็มความจุที่บริษัทมี คาดว่าจะเพียงพอต่อยอดขายอีก 2 เดือนข้างหน้า ถือเป็นปัจจัยบวกต่อบริษัทในช่วงครึ่งหลังของปี 2021 โดยเรคาดราคาราคากุ้งขาวในประเทศเฉลี่ยตั้งแต่ 3Q21 จนถึง 2Q22 จะยืนระดับได้ประมาณ 130 บาทต่อกิโลกรัม

Sensitivity Analysis to Domestic Shrimp Price (70/kg)

Scenario	Shrimp Price (Baht)	Intrinsic Value (Baht)	%Change
+15%	144.70	2.50	-46.8%
+10%	139.80	3.20	-31.9%
+5%	134.90	3.90	-17.0%
BASE	130.00	4.70	0.0%
-5%	125.10	5.40	14.9%
-10%	120.20	6.10	29.8%
-15%	115.30	6.90	46.8%

Source: Finansia Estimates

Domestic Shrimp Price (70/kg)



Source: กรมการค้าภายใน กระทรวงพาณิชย์

3. ค่าเงินบาทเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ เป็นปัจจัยบวกอย่างมากต่อบริษัท

เนื่องด้วยสถานการณ์ COVID-19 ทำให้ธนาคารกลางทุกประเทศ ดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นพิเศษ เพื่อช่วยประคองเศรษฐกิจในประเทศตัวเอง อย่างไรก็ตาม ในปัจจุบัน หลายประเทศได้ยกเลิกมาตรการล็อกดาวน์ โดยเฉพาะทวีปอเมริกาเหนือและทวีปยุโรป ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อที่คาดหวังปรับตัวสูงขึ้น สะท้อนจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์เช่น น้ำมัน เหล็ก ทองแดง และอื่นๆ ที่ปรับตัวสูงขึ้นทั่วโลก ทำให้มีการคาดการณ์ถึงการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เร็วกว่าคาด ส่งผลให้เม็ดเงินไหลกลับประเทศแม่ จึงเป็นหนึ่งในสาเหตุหลักที่ค่าเงินบาทมีแนวโน้มอ่อนค่าต่อเนื่อง โดยปัจจุบันยืนอยู่ในระดับ 33.5-34.0 บาทต่อดอลลาร์ ถือเป็นปัจจัยบวกอย่างมากต่อ CFRESH เพราะมีสัดส่วนการส่งออกสูงถึง 94% ของรายได้รวม

Sensitivity Analysis to USDTHB

Scenario	USDTHB	Intrinsic Value (Baht)	%Change
+9%	35.43	8.90	89.4%
+6%	34.45	7.50	59.6%
+3%	33.48	6.10	29.8%
BASE	32.50	4.70	0.0%
-3%	31.53	3.30	-29.8%
-6%	30.55	1.90	-59.6%
-9%	29.58	0.50	-89.4%

Source: Finansia Estimates

Thai Baht against US dollar (USDTHB)

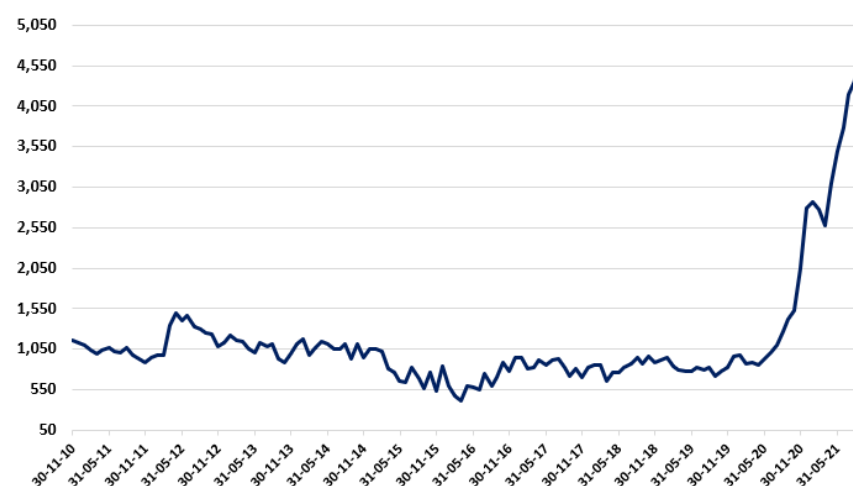

Source: Bloomberg

4. ต้นทุนแรงงาน เป็นปัจจัยบวกต่อบริษัท

เนื่องด้วยสถานการณ์ COVID-19 ที่เริ่มระบาดหนักทั่วโลกในช่วง 2Q20 ส่งผลให้ประเทศคู่ค้าหลักของบริษัทอย่าง สหรัฐอเมริกาและประเทศอังกฤษ จำเป็นต้องประกาศมาตรการล็อกดาวน์ ทำให้บริษัทต้องขยายโละสต็อก ดัชนีราคาสินค้า ในช่วง 2H20 เพื่อเอาเงินสดกลับมาจ่ายค่าแรงพนักงาน ในขณะที่เดียวกัน ผู้บริหารก็ได้ตัดสินใจลด จำนวนพนักงานลงจาก 4,000 คน (ก่อน COVID-19) เหลือเพียง 1,500 คนในปัจจุบัน รวมถึงได้ปรับปรุง กระบวนการผลิตหลังบ้านให้มีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้น เตรียมพร้อมรองรับยอดขายที่จะกลับมาหลังสถานการณ์ คลี่คลาย ทั้งหมดนี้ จะส่งผลดีต่อมาร์จิ้นของบริษัทอย่างชัดเจน เมื่อยอดขายฟื้นตัวกลับมาเป็นปกติ ซึ่งเราคาดว่า 2H21 จนถึง 1H22 จะเป็นช่วงเวลาเก็บเกี่ยวของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ

5. ต้นทุนค่าขนส่ง เป็นลบเล็กน้อยต่อบริษัท

ด้วยสถานการณ์ COVID-19 ประกอบกับเหตุการณ์เรือขวางคลองสุเอซ ส่งผลให้ค่าระวางเรือปรับตัวสูงขึ้นอย่าง รุนแรง อ้างอิง Shanghai Container Freight Index ปัจจุบันอยู่ที่ระดับ 4,643.79 USD/TEU หรือประมาณ 150,000 บาท/ตู้ เทียบกับช่วงเวลาก่อนหน้า COVID-19 ที่ระดับประมาณ 1,000 USD/TEU หรือประมาณ 30,000 บาท/ตู้ โดยมีอัตราการเพิ่มขึ้นถึงประมาณ 4x ซึ่งปัจจุบัน บริษัทได้มีการทำสัญญากับลูกค้าบางส่วน ที่จะช่วยแบ่งเบา ค่าขนส่ง 50% ถ้าค่าระวางเรือปรับตัวสูงขึ้นกว่าที่ตกลงกันไว้ เรามองว่าปัจจัยนี้เป็นลบเล็กน้อยต่อผลการดำเนินงาน ของบริษัท เนื่องจากมีการทำสัญญากับเพียงลูกค้าบางส่วน และช่วยเพียงครึ่งหนึ่งของส่วนต่างค่าระวางเรือที่เพิ่มขึ้น จากราคาที่ตกลงกันไว้

Shanghai Container Freight Index (USD/TEU)


Source: Bloomberg

การประเมินมูลค่าหุ้น

เราใช้วิธี PE Multiple อ้างอิงกำไรปกติใน 4 ไตรมาสข้างหน้า (3Q21-2Q22) โดยประมาณการของเราใน 2H21ค่อนข้าง Conservative และมี downside ต่ำจากหลายสาเหตุ ได้แก่ บริษัทลือคราคาหุ้นถูกขยับขึ้นแล้วในเดือนกันยายน โดยการซื้อหุ้นในคลั่งสินค้าของบริษัทเพื่อรองรับรายได้อีก 2 เดือนข้างหน้า ค่าเงินบาทที่มีแนวโน้มอ่อนค่าต่อเนื่อง จนถึงปัจจุบัน (30 ก.ย. 2021) เกือบแตะระดับ 34 บาทต่อดอลลาร์ เทียบกับประมาณ 31 บาทในปลาย 2Q21 ช่วยเสริมความมั่นใจต่อประมาณการของเรา ส่วนผลการดำเนินงานใน 1H22 ไม่น่าเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ โดยเราประเมินมูลค่าโดยใช้ระดับ PE 13x ได้ราคาเป้าหมายที่ 4.70 บาท แนะนำซื้อ อย่างไรก็ตาม ปัจจัยภายนอกต่างๆที่เรายกขึ้นมา 5 ปัจจัย อาจมีการเปลี่ยนแปลงด้านราคาอย่างรวดเร็ว ซึ่งจะส่งผลต่อราคาเป้าหมายของเราได้ตลอดเวลา ดังนั้น เราจำเป็นต้องติดตามอย่างใกล้ชิด เพื่อปรับเปลี่ยนกลยุทธ์การลงทุนของเราให้ทันทั่วทั้ง

3Q21 Earnings Preview

(Bt. mn)	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E
Sales revenue	1,405	1,697	1,900	1,951	1,929	1,888
Costs	1,266	1,495	1,584	1,597	1,604	1,604
Gross profit	138	202	316	354	325	284
SG&A costs	134	152	168	171	175	178
Norm profit	3	24	77	109	88	58
EPS (Bt.share)	0.00	0.03	0.08	0.12	0.10	0.06
Gross margin %	9.8	11.9	16.6	18.1	16.9	15.1
SG&A as % of Sales	9.5	9.0	8.8	8.8	9.1	9.4
Net margin %	0.2	1.4	4.0	5.6	4.6	3.1

Source: Finansia estimates

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาและปริมาณวัตถุดิบ

ปริมาณผลผลิตจากการเพาะเลี้ยงกุ้งในประเทศแปรผันตลอดเวลาตามสภาพอากาศ ฤดูกาล โรคสามัญในกุ้ง และอื่นๆ ส่งผลให้ราคาวัตถุดิบปรับตัวขึ้นลงตลอดปี ความผันผวนทั้งด้านปริมาณและราคาของวัตถุดิบกุ้งจึงเป็นความเสี่ยงต่อความสามารถในการควบคุมต้นทุนหลักของผลิตภัณฑ์ รวมทั้งการควบคุมการจัดหาปริมาณวัตถุดิบสำหรับการผลิตให้สอดคล้องกับการเสนอขายและคำสั่งซื้อของลูกค้า

ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ

ธุรกรรมการค้าของกลุ่มบริษัท ล้วนอยู่ในรูปของสกุลเงินเหรียญสหรัฐและปอนด์สเตอร์ลิงเป็นหลัก ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ จึงเป็นปัจจัยความเสี่ยงสำคัญที่มีอิทธิพลต่อการบริหารการเงินและผลประกอบการของบริษัท

ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงกฎหมายและกฎระเบียบข้อบังคับ

ประเทศผู้นำเข้าผลิตภัณฑ์กุ้งแช่เยือกแข็งรายใหญ่ของโลกและของบริษัท ต่างมีการบังคับใช้มาตรการทางการค้าต่างๆ ทั้งในรูปแบบของภาษีนำเข้าและที่มิใช่ภาษีโดยตรง ซึ่งเป็นอุปสรรคต่อการส่งออกสินค้ากุ้งแช่เยือกแข็งของประเทศไทย ยกตัวอย่างเช่น กฎระเบียบว่าด้วยการประมงที่ผิดกฎหมาย ขาดการรายงาน และไร้การควบคุม (IUU) จากทางสหภาพยุโรป เป็นต้น

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Revenue	7,932	5,503	5,855	6,953	7,217
Cost of sales	7,148	5,022	5,367	5,943	6,012
Gross profit	784	481	488	1,010	1,206
SG&A	589	542	575	625	666
Operating profit	264	-83	-118	471	591
Other income	264	-83	-118	471	591
EBIT	415	67	36	631	749
EBITDA	89	89	89	93	96
Interest charge	-84	-34	-34	-71	-99
Tax on income	0	0	0	0	0
Minority Interests	70	13	42	93	99
Net profit to owners	20	-218	-282	214	297
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Normalized Net profit	20	-218	-282	214	297

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Net profit	20	-218	-282	214	297
Depre and amort.	152	150	154	160	158
Short-term Investment	0	0	0	0	0
Chg in working capital	738	-28	478	-813	-54
Cash flow from operation	909	-96	350	-395	401
Capital expenditures	-411	-164	-256	-161	-153
Cash flow from investing	-411	-164	-256	-161	-153
Net borrowings	-1,566	1,310	-176	305	-135
Equity capital raised	0	0	0	464	0
Dividend paid	0	0	0	-43	-59
Others	-118	-48	55	0	0
Cash flow from financing	-666	256	-126	726	-195
Net Change in cash	-167	-4	-32	169	54

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Cash and equivalent	69	65	33	203	256
Accounts receivable	908	877	869	1,037	1,076
Inventory	1,840	1,804	1,515	2,156	2,181
Other current asset	129	124	85	85	85
Total current assets	2,946	2,871	2,502	3,481	3,599
Cash pledged	0	0	0	0	0
Investment in assoc.	0	0	0	0	0
LT Investment	20	20	20	20	20
PPE	1,400	1,489	1,511	1,512	1,507
Goodwill	0	0	0	0	0
Leasehold rights	0	0	0	0	0
Intangible Asset	10	6	5	5	5
Other assets	97	15	32	32	32
Total non-cur assets	1,854	1,854	1,956	1,957	1,951
Total Assets	4,800	4,725	4,458	5,438	5,551
Short term loan	903	1,189	1,604	1,658	1,722
Account payable	371	292	424	396	401
Current maturities	176	617	554	434	334
Other current liabilities	85	58	68	81	84
Total current liabilities	1,616	2,225	2,712	2,643	2,617
Long term debt	20	603	75	446	347
Other LT liabilities	1,072	64	60	60	60
Total non-cur liabilities	1,115	697	170	541	442
Total liabilities	2,731	2,922	2,883	3,184	3,059
Authorized Share	486	486	486	486	486
Paid-up capital	464	464	464	927	927
Share Premium	799	799	799	799	799
Legal reserve	49	49	49	93	93
Retained earnings	613	395	112	283	521
Others	-76	-96	-79	-79	-79
Minority Interest	220	193	231	231	231
Total Equity	2,069	1,803	1,575	2,254	2,491

Important Ratios

(Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Growth (%)					
Revenue	5.8	-30.6	6.4	18.8	3.8
EBITDA	115.1	-83.8	-45.8	1629.1	18.7
Net profit	nm	nm	nm	nm	38.9
Normalized earnings	nm	nm	nm	nm	38.9
Profitability (%)					
Gross profit margin	9.9	8.7	8.3	14.5	16.7
EBITDA margin	5.2	1.2	0.6	9.1	10.4
EBIT margin	3.3	-1.5	-2.0	6.8	8.2
Normalized profit margin	0.2	-4.0	-4.8	3.1	4.1
Net profit margin	0.2	-4.0	-4.8	3.1	4.1
Normalized ROA	0.4	-4.6	-6.3	3.9	5.3
Normalize ROE	1.0	-12.1	-17.9	9.5	11.9
Risk (x)					
D/E	1.32	1.62	1.83	1.41	1.23
Net D/E	1.29	1.58	1.81	1.32	1.13
IBD/E	0.53	1.34	1.40	1.12	0.95
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.04	-0.47	-0.61	0.23	0.32
Normalized EPS	0.04	-0.47	-0.61	0.31	0.32
EBITDA	0.90	0.15	0.08	0.68	0.81
Book value	4.46	3.89	3.40	4.86	5.37
Dividend	0.00	0.00	0.00	0.06	0.06
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	nm	nm	nm	11.72	11.25
Norm P/E	nm	nm	nm	11.72	11.25
P/BV	0.92	0.39	0.78	0.74	0.67
EV/EBITDA	7.05	45.31	93.49	6.31	5.06
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	1.7	1.8

Source: Company data, FINANSIA research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศ 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 อาคารเอ็มมาร์ค 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 (สินธร 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 ถนนรสิงห์ 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.รู่สะมิแล 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 บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ 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, PSJ, 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