

BUY

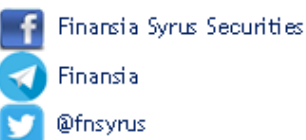
บมจ. ไทยยูเนียน กรุ๊ป

Previous	BUY
2022 Target Price (Bt)	30.0
Price (07/10/2021)	21.6
up/downside (%)	+38.9
SET Index	1,633.72
Sector	Food & Beverage
Foreign limit/actual (%)	45.00/28.77
Free float (%)	60.55
Market cap (Bt m)	103,071.21
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	576.67
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	23.00, 13.40, 18.21
IOD 2020	5
THAI CAC	Certified

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	132,402	134,292	142,783	149,922
Normalized profit	6,551	7,447	7,630	8,122
Net profit	6,246	7,447	7,630	8,122
EPS (Bt) - norm	1.31	1.50	1.54	1.70
EPS (Bt)- reported	1.26	1.50	1.54	1.70
% growth y-y	63.7	19.2	2.5	6.4
Dividend/share (Bt)	0.72	0.87	0.88	0.97
BV/share (Bt)	10.85	11.36	12.07	12.79
EV/EBITDA (x)	13.8	12.8	12.4	11.9
PER (x) - norm	16.5	14.4	14.0	12.7
PER (x)	17.1	14.4	14.0	12.7
PBV (x)	2.0	1.9	1.8	1.7
Dividend yield (%)	3.3	4.0	4.1	4.5
ROE (%)	12.6	13.6	13.2	13.2
YE No. of shares (million)	4,772	4,772	4,772	4,772
Par (Bt)	0.25	0.25	0.25	0.25

Source: Company data, Finansia estimates

Analyst: Sureeporn Teewasuwet
 Register No.: 040694
 Tel.: +662 646 9972
 email: sureeporn.t@fnsyrus.com
 www.fnsyrus.com



ระยะสั้น อาจสะดุด แต่ยังคงมองบวกระยะยาว

ระยะสั้น คาดกำไร 3Q21 จะอ่อนตัวลง Q-Q และ Y-Y จากผลกระทบของ COVID-19 ทำให้โรงงานที่สงขลาต้องหยุดชะงักเป็นการชั่วคราว และคาดการณ์กำไรจะอ่อนตัวลงต่อใน 4Q21 เพราะเป็น Low Season ของธุรกิจ ทั้งนี้คาดการณ์กำไรจะกลับมาฟื้นตัวตั้งแต่ 1Q22 ภายหลัง COVID-19 คลี่คลาย และกลับมา Operate ได้ปกติอีกครั้ง แม้จะมีเรื่องทำทนายอย่างต้นทุนออลูมิเนียมที่จะเริ่มสูงขึ้นในปี 2022 ภายหลังมีสต็อกราคาต่ำพอใช้ถึงสิ้นปี แต่เชื่อว่าผลกระทบจะจำกัด เพราะบริษัทมีการปรับปรุงต้นทุนการผลิต การเพิ่มสัดส่วนสินค้านวัตกรรมที่มาร์จินสูง และอยู่ระหว่างเจรจาปรับขึ้นราคากับลูกค้าด้วย และหากในปี 2022 ต้นทุนค่าระวางสามารถทรงตัวหรืออาจปรับลงได้ จะยิ่งเข้ามาช่วยให้บริษัทสามารถรักษาอัตรากำไรขั้นต้นให้เป็นไปตามเป้าหมายได้ ทั้งนี้เรายังคงประมาณการกำไรไว้ตามเดิม และคงราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 30 บาท แนะนำซื้อลงทุน

คาดการณ์ 3Q21 จะอ่อนตัวลงจากปัญหา COVID-19

คาดการณ์กำไรสุทธิ 3Q21 อยู่ที่ 1,820 ลบ. (-25.7% Q-Q, -11.4% Y-Y) แม้รายได้กลุ่ม Frozen จะฟื้นตัวต่อเนื่อง และได้โอนสินค้าจากบาทอ่อนค่า แต่ช่วงเดือน ก.ค. เจอปัญหาแรงงานติดเชื้อ และต้องปิดโรงงานสงขลาเป็นการชั่วคราว 2 สัปดาห์ กระทบให้รายได้กลุ่ม Pet Care คาดทำได้เพียงทรงตัว Y-Y ส่วนกลุ่ม Ambient คาดปรับลงจากฐานสูงปีก่อน จะเห็นว่าทั้ง Pet Care และ Ambient เป็นสินค้าที่มาร์จินดี ด้วย Product Mix ที่ถูกกระทบ จึงคาดอัตรากำไรขั้นต้นจะอ่อนลงเป็น 18.2% จาก 19% ใน 2Q21 แต่ยังไม่ใกล้เคียง 3Q20 และยังคงอยู่ในกรอบเป้าหมายของบริษัท ทั้งนี้คาดการณ์ค่าใช้จ่ายจะเร่งตัวขึ้นจากการจัดการ COVID และค่าขนส่งปรับขึ้น ทำให้ SG&A to Sale ขยับขึ้นเป็น 12.1% สูงเกินกรอบเป้าหมายที่ 11%-12% เล็กน้อย และคาดส่วนแบ่งกำไรจาก Avanti จะอ่อนลงจากปีก่อน จากทั้งผลของ COVID ในอินเดีย และมีปัญหาต้องเรียกคืนกึ่งส่งออกกลับจาก US หลังตรวจพบเชื้อ Salmonella และคาด Red Lobster จะมีส่วนแบ่งขาดทุนสูงขึ้นตามฤดูกาล และค่าใช้จ่ายพนักงานเพิ่มขึ้น หลัง Reopen กลับมาเปิดร้านราว 99% แล้ว

ต้นทุนออลูมิเนียมจะเป็นเรื่องท้าทายในปี 2022 แต่เชื่อว่าบริหารจัดการได้

หากกำไร 3Q21 เป็นไปตามคาด บริษัทจะมีกำไรสุทธิ 9M21 อยู่ที่ 6,071 ลบ. (+26.8% Y-Y) คิดเป็น 82% ของประมาณการทั้งปี แนวโน้มกำไร 4Q21 จะอ่อนตัวลงต่อเพราะเป็น Low Season ของธุรกิจ และคาดการณ์กำไรจะกลับมาฟื้นตัวอีกครั้งใน 1Q22 ภายหลัง COVID-19 คลี่คลาย หนุนการเติบโตกลุ่ม Ambient (การปรับฐานจบลง) และ Frozen รวมถึง Pet care โดยบริษัทยังมีแผนขยายเข้าสู่ตลาดใหม่อย่าง จีน และอเมริกาใต้ และการพัฒนาสินค้าใหม่ที่มีนวัตกรรม อย่างไรก็ตาม การปรับขึ้นของราคาออลูมิเนียม จะเป็นประเด็นท้าทายในปี 2022 ภายหลังมีสต็อกราคาต่ำพอใช้จนถึงสิ้นปี โดยราคาออลูมิเนียมตลาดโลก 2021YTD เพิ่มขึ้นถึง 38% Y-Y ส่วนต้นทุนออลูมิเนียมปีใหม่ของบริษัทเพิ่มขึ้นต่ำกว่า +15% Y-Y คาดสัดส่วนออลูมิเนียมอยู่ที่ราว 3%-4% ของต้นทุนทั้งหมด จากการทำ Sensitivity พบว่าราคาออลูมิเนียมที่ปรับขึ้นทุก 10% จะกระทบต่อกำไร 4% และกระทบราคาเป้าหมาย 1 บาท/หุ้น แต่เรามองว่าผลกระทบแท้จริงจะจำกัดกว่านั้น นอกจากการปรับปรุงต้นทุนการผลิต การเพิ่มสัดส่วนสินค้ามาร์จินสูงอย่าง Innovative Product แล้ว ถ้าสุดบริษัทได้เริ่มเจรจาปรับขึ้นราคากับลูกค้าแล้ว คาดว่าจะยังรักษาอัตรากำไรขั้นต้นได้ตามเป้าหมายที่ระดับ 17%-18%

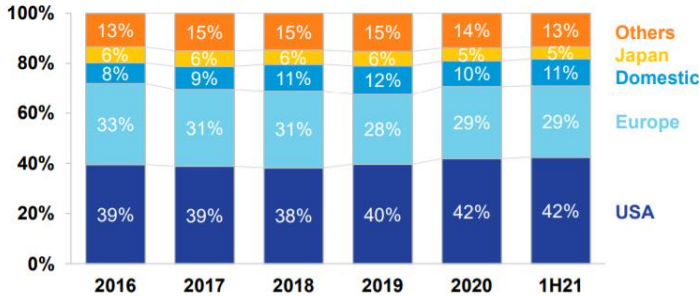
คงประมาณการกำไรและราคาเป้าหมาย แนะนำซื้อลงทุน

เรายังคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2021-2022 ไว้ตามเดิมที่ 7.45 พันลบ. (+19.2% Y-Y) และ 7.63 พันลบ. (+2.5% Y-Y) ตามลำดับ และคงราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 30 บาท (SOTP, Implied เป็น Target PE ที่ 20 เท่า) บริษัทอยู่ระหว่าง Spin-off 2 บริษัทย่อย TFM (ภายใน 4Q21) และ Pet Care หรือ i-Tail (ภายในปี 2022) ยังแนะนำซื้อลงทุน

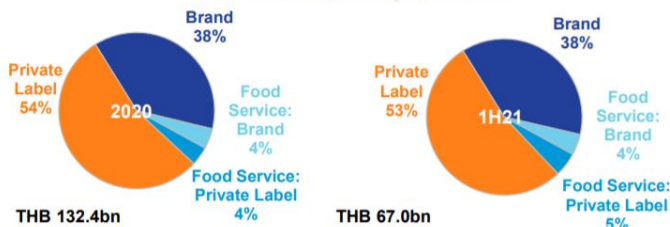
Company Overview

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

Sales Breakdown by Geographic



Sales Breakdown by Business



Remark: Others represent Asia, Australia, Middle East, Canada, Africa and South America

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

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

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ TU โดยอิง Target PE ที่ 20 เท่า มาจาก SOTP Valuation แยกประเมินมูลค่า 3 ธุรกิจหลัก Ambient & Frozen Business (อิง PE 17 เท่า), Feed Business (อิง PE 17 เท่า) และ Pet Care Business (อิง PE 25 เท่า)

ESG

Environment

- TU ตระหนักถึงความรับผิดชอบต่อการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อมในทุกการดำเนินงานและในห่วงโซ่อุปทานด้วย Sea Change ซึ่งเป็นกลยุทธ์ความยั่งยืนของบริษัท ครอบคลุมตั้งแต่วิธีการดูแลท้องทะเลไปจนถึงการจัดการของเสีย ต้องสามารถตรวจสอบย้อนกลับถึงแหล่งที่มาของผลิตภัณฑ์อาหารทะเลของบริษัทได้อย่างเต็มรูปแบบ
- กิจกรรมที่บริษัทดำเนินการภายใต้กลยุทธ์ Sea Change เช่น โครงการพัฒนาประมงอวนล้อมปลาทูน่าในมหาสมุทรอินเดียร่วมกับองค์กรกองทุนสัตว์ป่าสากลโลก WWF, ร่วมกับองค์กรระหว่างประเทศเพื่อการอนุรักษ์ทรัพยากรธรรมชาติ IUCN กรมทรัพยากรทางทะเลและชายฝั่ง, เปิดตัวโครงการนำร่องเพื่อทดสอบรูปแบบการวัดข้อมูลการจับปลาแบบอิเล็กทรอนิกส์และระบบการตรวจสอบย้อนกลับ โดยมีการเชื่อมจาก Application บนมือถือและสัญญาณดาวเทียมในการแก้ปัญหาประมงผิดกฎหมาย
- บริษัทประกาศเป้าหมายการจับปลาทูน่าอย่างยั่งยืนให้ได้ 100% สำหรับสินค้าภายใต้แบรนด์ของ TU หลังทำได้ 75% แล้วในปี 2020 รวมถึงตั้งเป้าลด Carbon Intensity ให้ได้ปีละ 4% ต่อเนื่องจากที่ลดไปได้แล้ว 28% ในช่วงปี 2016-2020

Social

- บริษัทให้ความสำคัญกับการพัฒนาอย่างยั่งยืน ด้วยการสร้างมาตรฐานความรับผิดชอบต่อเศรษฐกิจ สังคมและสิ่งแวดล้อม โดยมีกลยุทธ์ประกอบด้วย 4 หัวข้อหลักคือ 1. แรงงานปลอดภัยและถูกกฎหมาย 2. จัดหาวัตถุดิบด้วยความรับผิดชอบต่อสังคม 3. ดำเนินงานด้วยความรับผิดชอบต่อชุมชนและสังคม
- กิจกรรมที่บริษัทดำเนินการเพื่อพัฒนาและส่งเสริมชุมชนและสังคม เช่น จัดตั้งศูนย์เตรียมความพร้อมเด็กก่อนวัยเรียน เพื่อลูกหลานแรงงานข้ามชาติและแรงงานท้องถิ่นใน จ. สมุทรสาคร, จัดตั้งศูนย์พัฒนาศักยภาพด้านภาษา AEC, โครงการประชารัฐ ส่งเสริมด้านการศึกษาครอบคลุมจังหวัดสมุทรสาคร สมุทรสงคราม เพชรบุรี และประจวบคีรีขันธ์ รวมถึงให้ข้อมูลด้านโภชนาการแก่ชุมชนท้องถิ่น

Governance

- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการ 12 คน ประกอบด้วยกรรมการอิสระ 4 คน ถือว่าไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด สอดคล้องตามเกณฑ์ เพื่อเป็นการถ่วงดุลอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกเสียง และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- บริษัทให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อสร้างการเติบโตอย่างยั่งยืน และได้รับการยอมรับจากภายในและต่างประเทศ ทำให้บริษัทได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในระดับ ดีเลิศ ต่อเนื่องเป็นปีที่ 4 ติดต่อกัน โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย และได้รับคัดเลือกเข้าเป็นสมาชิก DJSI ในกลุ่ม Emerging Market 7 ปีติดต่อกัน ตั้งแต่ปี 2014-2020
- บริษัทห้ามไม่ให้กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานที่รู้ข้อมูลภายในของบริษัท ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทในช่วงระยะเวลา 1 เดือนก่อนการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชน

3Q21E Earnings Preview

(Bt=mn)	3Q21E	2Q21	%Q-Q	3Q20	%Y-Y	9M21E	9M20	% Y-Y
Sales revenue	35,654	35,883	-0.6	34,784	2.5	102,661	98,938	3.8
Costs	29,165	29,078	0.3	28,457	2.5	83,860	81,543	2.8
Gross profit	6,489	6,805	-4.6	6,327	2.6	18,801	17,395	8.1
SG&A costs	4,314	4,176	3.3	4,329	-0.3	12,127	11,512	5.3
Interest charge	435	434	0.2	437	-0.5	1,261	1,310	-3.7
Profit Sharing	10	-74	nm	258	nm	-100	-339	nm
Norm profit	1,720	2,341	-26.5	2,170	-20.7	5,847	4,972	17.6
Net profit	1,820	2,448	-25.7	2,055	-11.4	6,071	4,787	26.8
Gross margin %	18.2	19.0	-0.8	18.2	0.0	18.3	17.7	0.6
SG&A as % of Sales	12.1	11.6	0.5	12.4	-0.3	11.8	11.6	0.2
Net margin %	5.1	6.8	-1.8	5.9	-0.8	5.9	4.8	1.1

Source: FSS Estimates

สมมติฐานที่ใช้ในการคาดการณ์ผลการดำเนินงาน TU

Assumptions	Current			% Growth		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
Total Sales in USD (mn)	4,401	4,462	4,685	4.0	1.4	5.0
FX Rate (Bt/USD)	31.5	32.0	32.0	0.7	1.6	0.0
Ambient Business - Sales (mb)	58,858	59,741	61,533	-6.2	1.5	3.0
Frozen Business - Sales (mb)	55,967	57,649	60,710	12.8	3.0	5.3
Pet Care & Vale Added Business - Sales (mb)	23,799	25,393	27,679	18.6	6.7	9.0
Total Sales in Baht (mn)	138,624	142,783	149,922	4.7	3.0	5.0
% Ambient Business - GM	20.5	20.5	20.5	-0.6	0.0	0.0
% Frozen Business - GM	10.5	10.5	10.5	1.0	0.0	0.0
% Pet Care & Vale Added Business - GM	27.5	28.0	28.5	0.8	0.5	0.5
% Total Gross Margin	17.7	17.8	17.9	1.8	0.1	0.1
% SG&A to Sales	11.7	11.9	11.9	0.5	0.2	0.0
Net Profit (mb)	7,447	7,630	8,122	19.2	2.5	6.4
% Net Margin	5.4	5.3	5.4	0.7	-0.1	0.1

Source: FSS Research

SOTP Valuation

	2022 Target Price (bt/share)	Target PE (x)	2022E EPS (bt/share)	TU's Holding (%)	2022E Profit from each business (mb)
Ambient & Frozen Business	17	17	1.00	100	4,818
Pet Care Business	12	25	0.49	100	2,357
Feed Business (TFM)	0.85	17	0.05	51	455
				(After IPO)	
Total Value of TU	30	20	1.54	--	--

Source: FSS Research

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงด้านข้อกำหนดและกฎระเบียบในต่างประเทศ

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

ความเสี่ยงจากอุปสรรคทางการค้าด้านภาษีและไม่ใช่ภาษี

อุปสรรคทางการค้าด้านภาษี เช่น สงครามการค้าระหว่างสหรัฐ และจีนที่ปรับขึ้นอัตราภาษีนำเข้าผลิตภัณฑ์อาหารทะเล 25%, การถอนตัวออกจากสหภาพยุโรปของอังกฤษ อาจทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงภาษีนำเข้าและส่งออกระหว่างอังกฤษและประเทศอื่น ส่วนอุปสรรคทางการค้าที่ไม่ใช่ภาษี ส่วนใหญ่เกี่ยวข้องกับความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม อาจส่งผลกระทบต่อเงื่อนไขทางการค้า หรือความสามารถในการแข่งขันด้านต้นทุนของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากการแข่งขันที่รุนแรง

อุตสาหกรรมปลาและอาหารทะเลเป็นอุตสาหกรรมที่มีการแข่งขันสูงและพัฒนาการอย่างต่อเนื่อง ทั้งจากพฤติกรรมผู้บริโภคทั่วโลกที่เปลี่ยนแปลงไป ส่งผลให้ผลิตภัณฑ์อาหารทะเลบรรจุกระป๋องดั้งเดิมมีการเติบโตในอัตราชะลอตัว รวมถึงกำลังเปลี่ยนไปสู่การใส่ใจสุขภาพ ไลฟ์สไตล์ที่สะดวกสบาย และความต้องการผลิตภัณฑ์ที่จัดหาด้วยวิธีการที่ยั่งยืน นอกจากนี้ยังต้องเผชิญกับการแข่งขันรุนแรงในผลิตภัณฑ์หลักอย่าง ทูน่า กุ้ง และแซลมอน ล้วนแล้วแต่เป็นความเสี่ยงที่บริษัทต้องหาวิธีการจัดการ และปรับตัวให้ทันกับการแข่งขันที่รุนแรงขึ้น

ความเสี่ยงจากในการจัดหาและราคาวัตถุดิบ

ราคาวัตถุดิบที่สำคัญของบริษัทคือ ปลาทูน่า และกุ้ง ซึ่งถือเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ชนิดหนึ่ง ที่ไม่มีเครื่องมือบริหารความเสี่ยงโดยตรง และมีการเปลี่ยนแปลงราคาเพิ่มขึ้นหรือลดลงอย่างรวดเร็ว ซึ่งหากบริษัทไม่มีวิธีการบริหารจัดการที่ดี อาจกระทบต่อความสามารถในการกำไรของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

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

ความเสี่ยงจากการขาดแคลนแรงงานหรือค่าแรงขั้นต่ำปรับตัวสูงขึ้น

เนื่องจากอุตสาหกรรมอาหาร โดยเฉพาะอาหารทะเล ถือเป็นธุรกิจที่พึ่งพิงแรงงานเข้มข้น เพราะในสายการผลิตบางสาย เช่น การถอดก้างปลา ที่ไม่สามารถใช้เครื่องจักรแทนคนได้ ทำให้ยังต้องอาศัยแรงงานจำนวนมาก ปัจจุบันแรงงานของบริษัทพึ่งพิงแรงงานต่างด้าวราวครึ่งหนึ่งของแรงงานทั้งหมด จึงอาจมีความเสี่ยงที่บริษัทอาจประสบปัญหาขาดแคลนแรงงาน หรือในกรณีที่มีการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำอาจกระทบต่อต้นทุนของบริษัทได้

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	126,275	132,402	138,624	142,783	149,922
Cost of sales	106,165	108,985	114,088	117,367	123,086
Gross profit	20,110	23,418	24,536	25,415	26,836
SG&A	16,266	15,596	16,219	16,920	17,841
Operating profit	5,483	9,531	10,120	10,280	10,794
Other income	1,639	1,710	1,802	1,785	1,799
EBIT	5,483	9,531	10,120	10,280	10,794
EBITDA	9,174	13,486	14,375	14,786	15,550
Interest charge	2,056	1,724	1,725	1,755	1,742
Tax on income	158	724	839	853	905
Earnings after tax	3,270	7,083	7,555	7,673	8,147
Minority interest	-352	-263	-416	-428	-450
Normalized earnings	5,054	6,551	7,447	7,630	8,122
Extraordinary items	-1,238	-305	0	0	0
Net profit	3,816	6,246	7,447	7,630	8,122

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net profit	3,816	6,246	7,447	7,630	8,122
Deprec. & amortization	3,691	3,955	4,255	4,505	4,755
Change in working capital	2,343	2,487	-2,076	-1,040	-1,769
Other adjustments	790	-574	308	386	425
Cash flow from operations	10,640	12,114	9,935	11,482	11,534
Capital expenditure	-3,124	-4,737	-6,000	-5,000	-5,000
Others	2,651	1,796	1,328	-1,272	-1,945
Cash flow from investing	-473	-2,941	-4,672	-6,272	-6,945
Free cash flow	10,166	9,173	5,264	5,210	4,589
Net borrowings	789	-5,539	-929	-387	-60
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	-2,005	-4,369	-4,139	-4,223	-4,630
Others	-5,846	2,331	-1,437	320	550
Cash flow from financing	-7,062	-7,577	-6,505	-4,290	-4,140
Net change in cash	3,104	1,597	-1,241	921	449

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	4,689	6,286	5,045	5,966	6,415
Accounts receivable	14,869	13,320	15,116	15,569	16,348
Inventory	36,873	38,546	37,508	38,587	40,467
Other current assets	3,115	2,312	2,780	2,864	3,006
Total current assets	59,547	60,465	60,450	62,985	66,235
Investments	22,094	21,820	21,820	21,820	21,820
Plant, property & equipment	25,910	26,691	28,435	28,930	29,175
Other assets	34,358	35,599	33,270	34,268	35,981
Total assets	141,909	144,575	143,975	148,003	153,211
Short-term loans	11,182	13,406	12,432	11,744	12,356
Accounts payable	19,323	19,068	20,317	20,901	21,919
Current maturities	4,098	8,147	4,000	4,000	4,000
Other current liabilities	1,205	3,392	1,294	1,285	1,299
Total current liabilities	35,808	44,013	38,043	37,930	39,575
Long-term debt	44,625	36,862	36,907	37,208	36,536
Other non-current liab.	9,681	7,964	10,674	10,994	11,544
Total non-current liab.	54,306	44,825	47,581	48,202	48,080
Total liabilities	90,114	88,838	85,624	86,132	87,655
Registered capital	1,493	1,493	1,493	1,493	1,493
Paid up capital	1,193	1,193	1,193	1,193	1,193
Share premium	19,948	19,948	19,948	19,948	19,948
Legal reserve	149	149	149	149	149
Retained earnings	27,133	30,895	33,318	36,725	40,218
Minority Interests	3,372	3,551	3,743	3,855	4,048
Shareholders' equity	51,795	55,737	58,351	61,871	65,557

Key Ratios

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Growth (%)					
Revenue	-5.3	4.9	4.7	3.0	5.0
EBITDA	13.5	47.0	6.6	2.9	5.2
Net profit	17.2	63.7	19.2	2.5	6.4
Normalized earnings	23.6	29.6	13.7	2.5	6.4
Profitability (%)					
Gross profit margin	15.9	17.7	17.7	17.8	17.9
EBITDA margin	7.3	10.2	10.4	10.4	10.4
EBIT margin	4.3	7.2	7.3	7.2	7.2
Normalized profit margin	4.0	4.9	5.4	5.3	5.4
Net profit margin	3.0	4.7	5.4	5.3	5.4
Normalized ROA	3.6	4.5	5.2	5.2	5.3
Normalized ROE	10.4	12.6	13.6	13.2	13.2
Normalized ROCE	5.2	9.5	9.6	9.3	9.5
Risk (x)					
D/E	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4
Net D/E	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3
Net debt/EBITDA	9.3	6.1	5.6	5.4	5.2
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.80	1.26	1.50	1.54	1.70
Normalized EPS	1.06	1.31	1.50	1.54	1.70
EBITDA	1.92	2.83	3.01	3.10	3.26
Book value	10.07	10.85	11.36	12.07	12.79
Dividend	0.47	0.72	0.87	0.88	0.97
Par	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Valuations (x)					
P/E	27.0	17.1	14.4	14.0	12.7
Norm P/E	20.4	16.5	14.4	14.0	12.7
P/BV	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	20.5	13.8	12.8	12.4	11.9
Dividend yield (%)	2.2	3.3	4.0	4.1	4.5

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	สำนักงานอัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999	สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า 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 เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545	สาขา ประชาชีวะ 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130
สาขา บางนา 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร 02-740-7100	สาขา มินท์ ทาวเวอร์ ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9 อาคาร มินท์ ทาวเวอร์ เลขที่ 719 ถนนบรมหัตถ์ทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700	สาขา สีลม 1 130-132 อาคารสีลม 1 ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100	สาขา เคียนหวน (สีลม 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิฑู 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 ยูนิคเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193		
สาขา ขอนแก่น 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925	สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589	สาขา เชียงใหม่ 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-711	สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120	สาขา สมุทรสาคร เลขที่ 813/30 ถนนนเรศวร ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045
สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599	สาขา นครราชสีมา 198/1 ต.ระกอบ อ.เมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323	สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499	สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777	สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595
สาขา ดรง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219	สาขา ปัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุตะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี 073-350-140-4			

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LI, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCOS, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) – Corporate Governance Report Rating 2020

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ N/R หมายถึง "ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR"

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2563 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 24 มิถุนายน 2562) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC