

NSL (NSL TB)

BUY

บมจ. เอ็นเอสแอล ฟู้ดส์

Previous	BUY
2022 Target Price (Bt)	23.0
Price (08/10/2021)	19.20
up/downside (%)	+19.8
SET Index	1,639.41
Sector	Food & Beverage
Foreign limit/actual (%)	49.00/0.16
Free float (%)	25.00
Market cap (Bt m)	5,760.00
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	137.26
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	25.75, 13.00, 15.95
IOD 2020	N/R
THAI CAC	N/A

กำไร 3Q21 สะดุดชั่วคราว และจะกลับมาฟื้น 4Q21

ระยะสั้น คาดกำไร 3Q21 จะชะลอตัวทั้ง Q-Q, Y-Y จาก COVID-19 ที่กระทบทั้ง Supply Chain และโรงงาน เนื่องจากเป็นธุรกิจผลิตซึ่งมี Fixed Cost สูง เมื่อการใช้กำลังการผลิตลดลง จึงกระทบไปที่อัตรากำไรขั้นต้น และกระทบต่อไปยังกำไรสุทธิมากขึ้น อย่างไรก็ตาม เราเริ่มเห็นสัญญาณการฟื้นตัวอีกครั้งในเดือน ก.ย. จาก COVID-19 ที่เริ่มคลี่คลาย จึงมองผ่านจุดต่ำสุดใน 3Q21 และคาดการณ์กำไรจะกลับมาฟื้นตั้งแต่ 4Q21 เป็นต้นไป เราปรับลดกำไรปี 2021 ลง 16.4% ยังเป็นการเติบโต 25% และคาดการณ์ปี 2022 จะเติบโตมากขึ้นเป็น 43.7% และยังมี Upside จากแผนขยายสาขา 7-11 ในกัมพูชามากขึ้น รวมถึงอยู่ระหว่างเจรจาสินค้าของบริษัทขยายเข้าไปใน Lotus's ทั้งนี้เรา Re-rate PE ขึ้นเป็น 25 เท่า จาก 21 เท่า ใกล้เคียงกับ PE เฉลี่ยของกลุ่ม Food และสะท้อนแนวโน้มการเติบโตที่ดีในปีหน้า รวมถึงจุดเด่นจากสินค้าเบเกอรี่อุ่นร้อนที่ได้รับการยอมรับจากลูกค้า จนกลายเป็น Signature ของ 7-11 จึงปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2022 ขึ้นเป็น 23 บาท จาก 19 บาท และมองราคาหุ้นที่ผิดหวังจากกำไร 3Q21 ที่อ่อนแอ เป็นจังหวะเข้าซื้อลงทุน

คาดการณ์กำไร 3Q21 จะสะดุดจากผลกระทบ COVID-19

คาดการณ์กำไรสุทธิ 3Q21 อยู่ที่ 22 ลบ. (-67.2% Q-Q, -55.1% Y-Y) อ่อนตัวลงค่อนข้างมากจากปัญหา COVID-19 เป็นหลักที่กระทบทั้ง Supply Chain ของลูกค้ารายใหญ่ โดยเฉพาะในเดือน ส.ค. ที่กระทบหนักที่สุด และโรงงานของบริษัทที่มีแรงงานติดเชือบ้าง แม้ไม่หนักจนถึงกับต้องหยุดชะงักโรงงานชั่วคราว แต่ก็มีผลกระทบสายการผลิตที่มีปัญหาแรงงาน จึงคาดการณ์รายได้ไตรมาสนี้ชะลอตัว -21.8% Q-Q, -16% Y-Y และเนื่องจากเป็นธุรกิจผลิตที่มี Fixed Cost สูง เมื่ออัตรากำไรขั้นต้นการผลิตลดลง ทำให้กระทบอัตรากำไรขั้นต้นคาดการณ์ตัวลงเป็น 16.5% ลดจาก 19.2% ใน 2Q21 และ 17.1% ใน 3Q20 ขณะที่ค่าใช้จ่ายยังอยู่ในระดับสูง ส่วนหนึ่งมาจากค่าใช้จ่ายการจัดการ COVID-19

เริ่มเห็นสัญญาณการฟื้นตัวเดือน ก.ย. คาดกำไร 4Q21 จะกลับมาเติบโต

มองผ่านจุดต่ำสุดในเดือน ส.ค. โดยเริ่มเห็นสัญญาณการฟื้นตัวใน ก.ย. ทั้งโรงงานที่กลับมา Operate ใกล้เคียงระดับปกติอีกครั้ง และปัญหา Supply Chain คลี่คลายมากขึ้น รวมถึงธุรกิจ Food Service ที่ฟื้นตัวได้ดีขึ้นในเดือน ก.ย. และต่อเนื่องมาใน ต.ค. ตามการ Reopen ของร้านอาหารและร้านค้าปลีกมากขึ้น จึงคาดการณ์กำไรจะกลับมาฟื้นตัวใน 4Q21 เบื้องต้นมองไว้ที่ระดับ 40-50 ลบ. นอกจากนี้บริษัทยังมีแผนหาขนมแบบรนต์ตนเอง บังไท กระจายเข้า Modern Trade มากขึ้น และออกสินค้าใหม่กลุ่ม Trading น้ापลาร้า ตราเชมูยืม โดยบริษัทเป็นผู้จัดจำหน่ายสินค้าใหม่ รวมถึงเมนูใหม่อย่าง โจ๊ก ที่เป็นสินค้า OEM จากบริษัทอื่นผลิตให้

ปรับลดการเติบโตในปีนี้ และคาดการณ์จะโตมากขึ้นในปี 2022

จากแนวโน้มกำไร 3Q21 ที่สะดุด เราจึงปรับลดกำไรสุทธิปี 2021 ลง 16.4% เป็น 189 ลบ. ยังเติบโต 25% Y-Y และยังคงกำไรปี 2022 จะเติบโตมากขึ้นเป็น 43.7% อยู่ที่ 272 ลบ. คาดหวัง COVID-19 จะคลี่คลายได้เป็นลำดับ และด้วยสินค้าของบริษัทที่มีจุดเด่น ถือเป็นหนึ่งใน Signature ของร้าน 7-11 จึงคาดการณ์จะเติบโตตาม 7-11 ได้ต่อเนื่อง และหาก 7-11 มีการขยายสาขาในกัมพูชามากขึ้นในปีหน้า เรามองว่าจะช่วยหนุนการเติบโตให้กับ NSL ได้มากขึ้น โดยเห็นกระแสตอบรับที่ดีมากกว่า 2 สาขาที่มีอยู่ในปัจจุบัน นอกจากนี้ยังมี Upside จากการอยู่ระหว่างเจรจาสินค้าของบริษัทขยายเข้าไปใน Lotus's มากขึ้น ทั้งนี้เราเห็นควร Re-Rate PE ขึ้นเป็น 25 เท่า จากเดิม 21 เท่า โดยขยับให้เท่ากับ PE เฉลี่ยของกลุ่มอาหาร จึงปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2022 เป็น 23 บาท จากเดิม 19 บาท

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	2,923	2,903	3,266	3,616
Normalized profit	151	189	272	317
Net profit	151	189	272	317
EPS (Bt) - norm	0.67	0.63	0.91	1.06
EPS (Bt)- reported	0.68	0.63	0.91	1.06
% growth y-y	-26.0	-7.2	43.7	16.5
Dividend/share (Bt)	0.04	0.32	0.45	0.53
BV/share (Bt)	1.52	4.74	5.19	5.72
EV/EBITDA (x)	16.9	16.0	12.0	10.3
PER (x) - norm	28.5	30.4	21.2	18.2
PER (x)	28.2	30.4	21.2	18.2
PBV (x)	12.7	4.1	3.7	3.4
Dividend yield (%)	0.2	1.6	2.4	2.8
ROE (%)	33.3	13.3	17.5	18.5
YE No. of shares (million)	225	300	300	300
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

Source: Company data, FSS estimates

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

 Finasia Syrus Securities

 Finasia

 @fnsyrus

Company Overview

NSL ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายสินค้าเบเกอรี่ อาหารรองท้อง ขนมขบเคี้ยว และธุรกิจ Food Services โดยแบ่งรายได้ออกเป็น 4 กลุ่มหลัก ได้แก่ 1. กลุ่มเบเกอรี่และรองท้อง ส่วนใหญ่เป็นการขายผ่านร้าน 7-11 ภายใต้แบรนด์ EZY Taste, EZY Sweet, 7 Fresh เป็นต้น 2. กลุ่มขนมขบเคี้ยว (NSL Brand) 3. กลุ่ม Food Services และ 4. กลุ่ม OEM ขายเศษขนมปัง และอื่นๆ

บริษัทมี CPALL เป็นลูกค้าหลักด้วยสัดส่วนรายได้สิ้นปี 2020 ที่ 94% ของรายได้จากการขาย และอยู่ระหว่างพัฒนาสินค้าใหม่ๆ รวมถึงขยายช่องทางจำหน่าย เพื่อเพิ่มสัดส่วนรายได้ Non 7-11 มากขึ้นในอนาคต

ประเภทรายได้	ปี 2562		ปี 2563	
	ล้านบาท	%	ล้านบาท	%
รายได้จากการขาย	3,370.5	99.9%	2,923.2	99.8%
- เบเกอรี่และรองท้อง	3,257.8	96.6%	2,759.5	94.3%
- ขนมขบเคี้ยวแบรนด์ของ NSL	18.6	0.6%	15.6	0.5%
- Food Services	76.0	2.3%	132.6	4.5%
- OEM, ขายเศษขนมปังและอื่นๆ	18.0	0.5%	15.5	0.5%
รายได้อื่น ¹	3.0	0.1%	4.4	0.2%
รายได้รวม	3,373.5	100.0%	2,927.6	100.0%

ปัจจุบันบริษัทมีโรงงาน 4 แห่งตั้งอยู่ที่ อมตะนคร จ.ชลบุรี 2 แห่ง (โรงงานเบเกอรี่) และบางบัวทอง จ.นนทบุรี 2 แห่ง (โรงผลิตไส้เบเกอรี่, แปรรูปปลา อาหารทะเล และคลังสินค้า)

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ NSL ด้วยวิธี Relative PE โดยอิง PE ที่ 25 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของกลุ่ม FOOD และมองผ่านจุดต่ำสุดใน 3Q21 คาดหวังการกลับมาฟื้นตัวตั้งแต่ 4Q21 และต่อเนื่องไปในปี 2022

ESG

Environment

- NSL ให้ความสำคัญกับความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม โดยโรงงานของบริษัททุกแห่ง มีการควบคุมผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมตลอดกระบวนการผลิต มีการกำหนดให้มีการบำบัดน้ำเสีย เช่น บ่อดักไขมันสำหรับการดักเศษอาหาร ตะกอน และไขมันจากกระบวนการผลิตก่อนจะปล่อยลงท่อระบายน้ำ วัตถุประสงค์ของน้ำทิ้งที่ปล่อยออกนอกโรงงาน น้ำในรางน้ำฝน ฝุ่นละออง ความร้อน ความดังของเสียง ได้มีการปฏิบัติถูกต้องอย่างเคร่งครัดตามมาตรฐานของกรมอุตสาหกรรมและมาตรฐานสากล รวมถึงมาตรการระบบการจัดการสิ่งแวดล้อม ISO 14001

- สำหรับขยะทั้งในบริเวณโรงงานและพื้นที่รอบๆโรงงาน บริษัทมีการจัดการขยะโดยส่วนที่สามารถกำจัดได้เอง บริษัทจะทำลายทิ้งอย่างถูกวิธี สำหรับส่วนที่ไม่สามารถกำจัดได้เอง เช่น ขยะอันตรายต่างๆ บริษัทจะส่งให้ผู้รับกำจัดนำไปกำจัดอย่างถูกต้องตามกฎหมายต่อไป

Social

- บริษัทให้ความสำคัญกับการพัฒนาความรู้และศักยภาพของพนักงาน เพื่อให้มีโอกาสเติบโตก้าวหน้าภายในองค์กร และมีความมั่นคงในการทำงาน โดยสนับสนุนให้พนักงานได้รับการอบรมสัมมนา ที่จัดโดยหน่วยงานภายนอกได้ ถือเป็นสร้างพนักงานที่มีประสิทธิภาพให้กับองค์กรและสังคมต่อไป

- บริษัทให้ความสำคัญกับการเคารพสิทธิมนุษยชน สร้างความเสมอภาคอย่างเท่าเทียมกันทั้งภายในองค์กรและภายนอกองค์กร โดยดูแลไม่ให้ธุรกิจของ NSL เข้าไปมีส่วนเกี่ยวข้องกับการละเมิดสิทธิเสรีภาพของบุคคลทั้งทางตรงและทางอ้อม เช่น ไม่สนับสนุนการบังคับใช้แรงงานต่อต้านการใช้แรงงานเด็ก ให้ความสำคัญต่อผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายด้วยความเป็นธรรม

Governance

- คณะกรรมการบริษัทได้ปฏิบัติตามกฎหมาย วัตถุประสงค์ ข้อบังคับ และมติประชุมผู้ถือหุ้น รวมทั้งได้ยึดถือแนวทางการกำกับดูแลกิจการตามหลักที่ดีของบริษัทจดทะเบียน ภายใต้หลักธรรมาภิบาล การกำกับดูแลกิจการที่ดี กฎระเบียบ และข้อปฏิบัติของตลท. และกลต. เพื่อใช้เป็นกรอบแนวทางในการดำเนินธุรกิจ โดยคณะกรรมการบริษัทจะมีการทบทวนและปรับปรุงทุกปีเพื่อให้เหมาะสมกับสภาพการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไป รวมถึงการให้ความสำคัญในการนำไปปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นทุกภาคส่วนอย่างเป็นธรรม เท่าเทียมกัน มีความโปร่งใส และเสนอข้อมูลอย่างถูกต้องและเพียงพอ

- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการ 8 คน ประกอบด้วย กรรมการที่เป็นผู้บริหาร 4 คน และกรรมอิสระ 4 คน ถือว่าไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด สอดคล้องตามเกณฑ์ เพื่อเป็นการถ่วงดุลอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกเสียง และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส

- บริษัทมีนโยบายห้ามไม่ให้กรรมการ ผู้บริหาร และผู้ทราบข้อมูลภายในที่เป็นสาระสำคัญซึ่งมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ ทำการซื้อ ขาย เสนอซื้อ หรือเสนอขาย ในช่วงเวลาก่อนเผยแพร่ทางการเงินอย่างน้อย 30 วันล่วงหน้าก่อนเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชน และควรรออีกอย่างน้อย 24 ชั่วโมงภายหลังการเปิดเผยข้อมูลให้แก่สาธารณชนแล้ว

3Q21 Earnings Preview

(Bt=mn)	3Q21E	2Q21	%Q-Q	3Q20	%Y-Y	9M21E	9M20	% Y-Y
Sales revenue	624	798	-21.8	743	-16.0	2,186	2,165	1.0
Costs	521	645	-19.2	616	-15.4	1,787	1,821	-1.9
Gross profit	103	153	-32.7	127	-18.9	398	343	16.0
SG&A costs	74	72	2.8	62	19.4	213	189	12.7
Interest charge	4	5	-20.0	6	-33.3	15.4	18.7	-17.6
Net profit	22	67	-67.2	49	-55.1	145	111	30.6
Gross margin %	16.5	19.2	-2.7	17.1	-0.6	18.2	15.8	2.4
SG&A as % of Sales	11.8	9.1	2.7	8.3	3.5	9.7	8.7	1.0
Net margin %	3.5	8.4	-4.9	6.6	-3.1	6.6	5.1	1.5

Source: FSS Estimates

การเปลี่ยนแปลงสมมติฐานที่ใช้ในการคาดการณ์ผลการดำเนินงาน NSL

Assumptions	2020	2021E			2022E		
	Actual	New	Old	%change	New	Old	%Change
Total Sales (mb)	2,923	2,903	3,461	-16.1	3,266	3,968	-17.7
% Y-Y Growth	-13.3	-0.7	18.4	nm	12.5	14.6	nm
Gross Profit (mb)	475	528	583	-9.4	621	679	-8.5
% Gross Margin	16.2	18.2	16.8	1.4	19.0	17.1	1.9
SG&A (mb)	264	284	287	-1.0	271	329	-17.6
% SG&A to sales	9.0	9.8	8.3	1.5	8.3	8.2	0.1
Net Profit (mb)	151	189	226	-16.4	272	272	0.0
% Y-Y Growth	-3.1	25.0	49.3	nm	43.7	20.5	nm

Source: Company Data, FSS Research

Food Peers Comparison (as of Oct 8, 2021)

	Ticker	Market cap (US\$m)	NPAT growth (%)		GM (%)	NM (%)	% ROE	PER (x)		EV/EBITDA(x)	
			21E	22E	22E	22E	22E	21E	22E	21E	22E
Charoen Pokphand Foods	CPF TB	6,385	-7.6	8.3	16.3	4.0	9.8	11.4	10.4	10.9	11.2
Thai Union Group	TU TB	2,867	19.2	2.5	17.2	4.1	12.8	13.7	13.5	11.8	11.6
R&B Food Supply	RBF TB	1,138	0.02	117.9	45.0	21.9	23.6	74.2	34.3	44.5	23.4
NR Instant Produce	NRF TB	355	-15.8	111.6	35.8	9.5	8.1	117.1	54.5	34.1	25.6
Taokaenoi Food & Marketing	TKN TB	279	-32.1	88.7	26.7	7.3	14.1	58.1	30.4	24.4	16.9
Exotic Food	XO TB	222	46.6	9.9	44.2	30.0	38.8	16.1	14.6	13.0	11.9
T.A.C. Consumer	TACC TB	137	14.4	20.2	35.7	15.2	32.4	20.7	18.4	15.5	13.1
Global Consumer	GLOCON	74	nm	246.1	21.2	6.1	7.5	64.8	21.8	14.4	10.2
Average		--	3.5	51.3	30.3	12.2	18.4	37.0	24.7	21.1	15.5

Source: Bloomberg, FSS Research

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงลูกค้ารายใหญ่ในสัดส่วนที่สูง

บริษัทมีสัดส่วนรายได้จากการขายให้ CPALL สิ้นปี 2020 ในสัดส่วนราว 94.3% ของรายได้จากการขายทั้งหมด ซึ่งเป็นไปตามข้อตกลงเรื่องคำรับรองการผลิตสินค้าให้แก่ CPALL แต่เพียงผู้เดียว ทั้งนี้บริษัทได้ตระหนักถึงความเสี่ยงดังกล่าว จึงได้มีการพัฒนาสินค้า Snack ภายใต้แบรนด์ของตนเอง รวมถึงการเข้าซื้อธุรกิจ Food Services อีกทั้งยังมีแผนเปิดโอกาสในการพิจารณา JV และ M&A ในอนาคต

ความเสี่ยงที่จะไม่ได้ต่ออายุข้อตกลงเรื่องคำรับรองการผลิตให้แก่ CPALL เพียงผู้เดียว

ปัจจุบันบริษัทมีข้อตกลงเรื่องคำรับรองการผลิตสินค้าให้แก่ CPALL แต่เพียงผู้เดียว ลงวันที่ 22 มิ.ย. 2017 และวันที่ 8 ธ.ค. 2020 ซึ่งข้อตกลงครอบคลุมช่วงเวลา 7 ปี นับตั้งแต่วันที่ 19 ธ.ค. 2019 - 18 ธ.ค. 2026 บริษัทมีความเสี่ยงหากในอนาคตไม่ได้รับการต่ออายุสัญญาข้อตกลงกับ CPALL ทั้งนี้บริษัทเชื่อว่าด้วยความสัมพันธ์ที่ดีจะได้รับการต่ออายุต่อไปในอนาคต นอกจากนี้บริษัทสามารถขายสินค้าเบเกอรี่ประเภทอื่นที่ไม่อยู่ใน MOU ให้ผู้ประกอบการรายอื่นได้

ความเสี่ยงจากการแข่งขันสูง

ธุรกิจเบเกอรี่ ขนมขบเคี้ยว และ Food Services เป็นธุรกิจที่มีการแข่งขันสูง มีทั้งผู้ประกอบการรายใหญ่และรายเล็ก จึงมีทางเลือกให้ผู้บริโภคหลากหลายขึ้น อีกทั้งยังมีการแข่งขันทางด้านราคา ทำให้บริษัทต้องเผชิญความเสี่ยงจากการแข่งขันที่สูงขึ้น ซึ่งหากไม่สามารถปรับตัวได้ทัน หรือไม่สามารถรักษาจุดแข็งของบริษัทไว้ได้ อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานในท้ายที่สุด

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

ต้นทุนวัตถุดิบอาหารเป็นต้นทุนหลักของบริษัท โดยวัตถุดิบสำคัญได้แก่ แป้ง เนย น้ำตาล นม แยม ไข่ไก่ เครื่องปรุงรสต่างๆ ในบางช่วงเวลาราคาวัตถุดิบเหล่านี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงขึ้นลงตามอุปสงค์และอุปทานได้ ซึ่งเป็นปัจจัยที่อยู่เหนือการควบคุมของบริษัท อาจส่งผลกระทบต่อบริษัทหากไม่สามารถปรับขึ้นราคาขาย หรือควบคุมต้นทุนอื่นให้ชดเชยกับราคาวัตถุดิบที่เพิ่มขึ้นได้ทั้งหมด

ความเสี่ยงจากการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายพนักงาน

ในกระบวนการผลิตของบริษัทยังถือเป็นธุรกิจที่ต้องอาศัยแรงงานจำนวนมาก (Labor Intensive) และต้องเป็นแรงงานที่มีทักษะทั้งการผสมส่วนประกอบอาหารตามสูตร การประกอบ หรือตกแต่งสินค้าอาหาร ทำให้ค่าใช้จ่ายพนักงานถือเป็นต้นทุนหลักที่รองจากต้นทุนวัตถุดิบ ซึ่งหากค่าแรงปรับตัวสูงขึ้น (ทั้งจากนโยบายของภาครัฐ หรือจากปัญหาขาดแคลนแรงงานในระบบ) อาจกระทบต่อค่าใช้จ่ายพนักงานของบริษัทให้ปรับตัวสูงขึ้นได้

ความเสี่ยงจากผลกระทบของโรคระบาด

ในช่วงหลายปีที่ผ่านมาเกิดโรคระบาดหลายชนิดในโลกและประเทศไทย อาทิ โรคอหิวาต์ โรคไข้หวัดนก โรคไข้หวัดหมู (ASF) และล่าสุด COVID-19 ถือเป็นความท้าทายของผู้ประกอบการในธุรกิจอาหาร เพราะนอกจากต้องรับมือกับแนวโน้มราคาวัตถุดิบ (จากเนื้อสัตว์) ที่อาจปรับตัวสูงขึ้นจากปริมาณผลผลิตที่ลดลงแล้ว ยังต้องสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้บริโภคมั่นใจได้ว่าสินค้าอาหารของบริษัทมีความปลอดภัย มีวัตถุดิบที่มีคุณภาพ และสามารถตรวจสอบย้อนกลับถึงแหล่งที่มาของวัตถุดิบได้ตลอดทั้ง Supply Chain รวมถึงผลการดำเนินงานของบริษัทอาจถูกกระทบจากกำลังซื้อที่ชะลอตัวอันเนื่องมาจากสถานการณ์ COVID-19

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	3,370	2,923	2,903	3,266	3,616
Cost of sales	2,867	2,448	2,376	2,646	2,911
Gross profit	503	475	528	621	705
SG&A	280	264	284	271	300
Operating profit	223	211	243	349	405
Other income	3	4	6	3	4
EBIT	226	215	249	353	409
EBITDA	330	321	370	499	570
Interest charge	29	24	19	13	12
Tax on income	40	39	40	68	79
Earnings after tax	156	151	189	272	317
Minority interest	0	0	0	0	0
Normalized earnings	156	151	189	272	317
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	156	151	189	272	317

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net profit	156	151	189	272	317
Deprec. & amortization	104	106	121	146	161
Change in working capital	-149	-57	53	-9	-8
Other adjustments	74	77	0	0	0
Cash flow from operations	185	277	363	409	470
Capital expenditure	-55	-49	-150	-250	-150
Others	-10	-2	-26	-5	-5
Cash flow from investing	-70	-35	-176	-255	-155
Free cash flow	115	242	187	153	314
Net borrowings	41	32	-203	-88	-10
Equity capital raised	0	55	872	0	0
Dividends paid	-75	-225	-95	-136	-158
Others	-81	-112	-13	4	3
Cash flow from financing	-115	-250	562	-220	-165
Net change in cash	0	-8	749	-67	150

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash & ST investment	18	10	759	692	842
Accounts receivable	438	413	398	447	495
Inventory	112	142	130	145	159
Other current assets	4	1	1	2	2
Total current assets	572	567	1,289	1,286	1,498
Investments	0	0	0	0	0
Plant, property & equipment	1,041	983	1,012	1,116	1,105
Other assets	23	25	51	56	62
Total assets	1,636	1,575	2,351	2,458	2,665
Short-term loans	100	224	164	151	158
Accounts payable	437	404	456	507	558
Current maturities	98	109	75	75	75
Other current liabilities	105	55	29	33	36
Total current liabilities	740	792	724	766	827
Long-term debt	389	286	177	102	85
Other non-current liab.	33	42	29	33	36
Total non-current liab.	422	328	206	135	121
Total liabilities	1,162	1,120	930	901	949
Registered capital	170	300	300	300	300
Paid up capital	170	225	300	300	300
Share premium	0	0	797	797	797
Legal reserve	15	30	30	30	30
Retained earnings	288	200	294	430	589
Minority Interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	473	455	1,422	1,558	1,716

Key Ratios

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Growth (%)					
Revenue	7.6	-13.3	-0.7	12.5	10.7
EBITDA	45.1	-2.7	15.3	34.8	14.2
Net profit	97.2	-3.1	25.0	43.7	16.5
Normalized earnings	96.1	-3.1	25.0	43.7	16.5
Profitability (%)					
Gross profit margin	14.9	16.2	18.2	19.0	19.5
EBITDA margin	13.9	11.0	12.7	15.3	15.8
EBIT margin	6.7	7.4	8.6	10.8	11.3
Normalized profit margin	4.6	5.2	6.5	8.3	8.8
Net profit margin	4.6	5.2	6.5	8.3	8.8
Normalized ROA	9.6	9.6	8.0	11.1	11.9
Normalized ROE	33.0	33.3	13.3	17.5	18.5
Normalized ROCE	25.2	27.5	15.3	20.8	22.2
Risk (x)					
D/E	2.5	2.5	0.7	0.6	0.6
Net D/E	2.4	2.4	0.1	0.1	0.1
Net debt/EBITDA	3.5	3.5	0.5	0.4	0.2
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.92	0.68	0.63	0.91	1.06
Normalized EPS	0.92	0.67	0.63	0.91	1.06
EBITDA	1.94	1.43	1.23	1.66	1.90
Book value	2.78	1.52	4.74	5.19	5.72
Dividend	0.00	0.04	0.32	0.45	0.53
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	20.9	28.2	30.4	21.2	18.2
Norm P/E	20.9	28.5	30.4	21.2	18.2
P/BV	6.9	12.7	4.1	3.7	3.4
EV/EBITDA	13.4	16.9	16.0	12.0	10.3
Dividend yield (%)	0.0	0.2	1.6	2.4	2.8

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

<p>สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศ 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 1 ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p>	<p>สาขา เคียนหวน (สีลม 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิฑู 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.บางกระสอ 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 ถนนรสิงห์ 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 ต.ระกอบสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323</p>	<p>สาขา อนุสาวรีย์ 22/18 ถ.หลวงพ่อดิลก 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 ดรง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219</p>	<p>สาขา ปัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุสะมิแล 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, LH, 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, TASC, 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 และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ 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