

NRF (NRF TB)

T-BUY

บมจ. เอ็นอาร์ อินสแตนซ์ โปรดิวซ์

Previous	T-BUY
2022 Target Price (Bt)	9.00
Price (26/10/2021)	8.85
up/downside (%)	+1.7
SET Index	1,635.97
Sector	Food & Beverage
Foreign limit/actual (%)	49.00/21.74
Free float (%)	27.82
Market cap (Bt m)	12,546.24
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	106.40
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	11.40, 5.82, 9.02
IOD 2020	N/R
THAI CAC	N/A

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	1,408	1,820	2,341	2,687
Normalized profit	212	139	348	403
Net profit	124	74	291	346
EPS (Bt) - norm	0.16	0.10	0.25	0.29
EPS (Bt)- reported	0.11	0.05	0.21	0.25
% growth y-y	187.7	-52.1	291.4	18.9
Dividend/share (Bt)	0.04	0.02	0.08	0.10
BV/share (Bt)	1.90	1.80	1.92	2.06
EV/EBITDA (x)	41.5	42.9	24.8	20.9
PER (x) - norm	56.6	89.5	48.6	31.0
PER (x)	80.5	168.0	62.4	36.1
PBV (x)	4.7	4.9	4.7	4.4
Dividend yield (%)	0.5	0.2	0.6	1.1
ROE (%)	8.2	5.2	12.2	13.2
YE No. of shares (million)	1,356	1,410	1,410	1,410
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

 Finasia Syrus Securities

 Finasia

 @fnsyrus

ธุรกิจใหม่เริ่มเข้ามาช่วยให้กำไร 3Q21 พ้นตัวได้

คาดการณ์กำไรใหม่ช่วยหนุนการฟื้นตัวของกำไร 3Q21 โดยหลักมาจากธุรกิจ E-Commerce รวมถึงส่วนแบ่งขาดทุนจากธุรกิจใน UK เริ่มลดลง ขณะที่ธุรกิจเดิมยังพอประคองตัวได้ เพราะปัญหาขาดแคลนสายเรือยังไม่คลี่คลาย แนวโน้มกำไร 4Q21 น่าจะฟื้นตัวได้ต่อเนื่องจากการรับรู้ 2 ธุรกิจใหม่ (Well Path และ Indeem) ได้เต็มไตรมาส มีโอกาสที่กำไรทั้งปี 2021 จะดีกว่าคาดการณ์ 15%-20% จากปัจจุบันเราคาดกำไรสุทธิไว้ -40.3% Y-Y และคาดว่าจะกลับมาเติบโตในปี 2022 รวบรวม 291.4% Y-Y จากการรวมธุรกิจใหม่เต็มปี, ปัญหาเรอ น่าจะผ่านจุดแย่สุดไปแล้ว และมีความหนา 2 ดีคือการซื้อหุ้นเพิ่มใน GTH ธุรกิจกัญชง 100% และมีการจัดตั้งบริษัทเพื่อบริหารการลงทุน และจัดการ สิทธิทรัพย์สินให้กับกลุ่มบริษัท ซึ่งทั้ง 2 ดีแล้วเสร็จใน 4Q21 คาดเห็นความ คืบหน้าในปี 2022 ยังคงราคาเป้าหมายปี 2022 ไว้ 9 บาท (อิง PE เดิม 35 เท่า) แนะนำเก็งกำไรตามเดิม Story ช่วงนี้ถือว่า Catalyst ให้เข้าเก็งกำไรได้

คาดการณ์กำไร 3Q21 พ้นตัว Q-Q แม้ปัญหาเรือยังมีอยู่ แต่ได้ปัจจัยบวกอื่นช่วย

คาดการณ์กำไรสุทธิ 3Q21 พ้นตัวมาอยู่ที่ 26 ลบ. (+136% Q-Q, -46% Y-Y) แม้ธุรกิจเดิม กลุ่มซอส และเครื่องแกง จะยังคงอ่อนไปในทางทรงตัว Q-Q จากปัญหา Container Shortage ที่ยังหาสายเรือยากต่อเนื่อง แต่ได้ธุรกิจใหม่ E-Commerce เข้ามาช่วย ทั้ง ที่ผ่านบริษัทร่วมทุน Boosted NRF ปัจจุบันมี 3 ธุรกิจคือ Prime Lab (อาหารเสริม สำหรับผู้ชาย), Sol Trading (เช่น ผงโกโก้) และ Well Path (สินค้าเช่น Vitamin Gummy) และยังเข้าซื้อ Indeem สัดส่วน 51% ซึ่งทำธุรกิจขายสินค้าแบบเครือข่าย ซึ่งเป็นกลุ่มสินค้าสุขภาพ อาหารเสริม อุปกรณ์บริโภค และยังมีช่องทางขายออนไลน์ ผ่าน Platform พันล้าน และถูกดี ทำให้รายได้รวมคาดโต Q-Q เล็กน้อย และขาดส่วน แบ่งขาดทุนจากบริษัทร่วม Plant and Bean, UK จะลดลงเป็น -17 ลบ. จาก -23 ลบ. ใน 2Q21 ถือว่าฟื้นตัวดีขึ้นถึงแม้ไม่ไตรมาสนี้จะมีการขายเงินลงทุนใน Boosted รวบรวม 10% ได้เงิน 37 ลบ. แต่ไม่กระทบ P&L เพราะรับรู้อยู่ในส่วนทุน

คาดการณ์ 4Q21 จะฟื้นตัวต่อ อาจทำให้กำไรปี 2021 ดีกว่าเดิมที่คาดการณ์ไว้

หากกำไร 3Q21 เป็นไปตามคาด บริษัทจะมีกำไรสุทธิ 9M21 อยู่ที่ 52 ลบ. (-42% Y-Y) แนวโน้มกำไร 4Q21 น่าจะฟื้นตัวได้ต่อเนื่อง จากธุรกิจ E-Commerce ที่เริ่มมี นำหนักต่อผลการดำเนินงานของบริษัท จากสัดส่วนรายได้ใน 1H21 ที่ราว 11% ของ รายได้รวม โดยผู้บริหารตั้งเป้ารายได้ส่วนนี้จะขยับขึ้นเป็น 40%-50% ของรายได้รวม ในปี 2023 แสดงว่ายังมีแผนเข้าซื้อธุรกิจใหม่ๆเพิ่มเติมอย่างต่อเนื่อง และคาดว่าจะยัง ประคองธุรกิจเดิมได้ ก่อนที่จะกลับมาฟื้นตัวอีกครั้งในปี 2022 เมื่อสถานการณ์ปัญหา เรือเริ่มคลี่คลาย มีโอกาสที่กำไรสุทธิปี 2021 อาจจะสูงกว่าที่เราคาดไว้ 15%-20% จากปัจจุบันคาดไว้ที่ 74 ลบ. (-40.3% Y-Y)

คงประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายปี 2022

ในช่วงที่ผ่านมาบริษัทได้แจ้งการเข้าทำรายการ 2 รายการคือ 1. การเพิ่มสัดส่วนการ ลงทุนใน GTH (ธุรกิจกัญชง) เป็น 100% จาก 49% มูลค่าเงินลงทุน 60 ลบ. คาดจะ ได้เห็นพัฒนาการของการร่วมมือกันในระยะถัดไป ล่าสุด GTH ได้รับใบอนุญาต นำเข้าเมล็ดพันธุ์แล้ว และ 2. จัดตั้งบริษัท รีเจนเนอเรชั่น แคปิตอล ในไทย และบจรี เจนเนอเรชั่น แคปิตอล (สิงคโปร์) เพื่อบริหารการลงทุน จัดการทรัพย์สินให้กับกลุ่ม บริษัท น่าจะให้เห็นความคืบหน้าในอนาคต ทั้งนี้เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2022 ไว้ตามเดิมที่ 291 ลบ. (+291.4% Y-Y) ส่วนกำไรปกติ (ไม่รวมค่าตัดจำหน่าย เข้าซื้อกิจการที่เกิดขึ้นก่อน IPO) คาดอยู่ที่ 348 ลบ. (+149.45 Y-Y) และยังคงราคา เป้าหมายปี 2022 ที่ 9 บาท (อิง PE เดิม 35 เท่า)

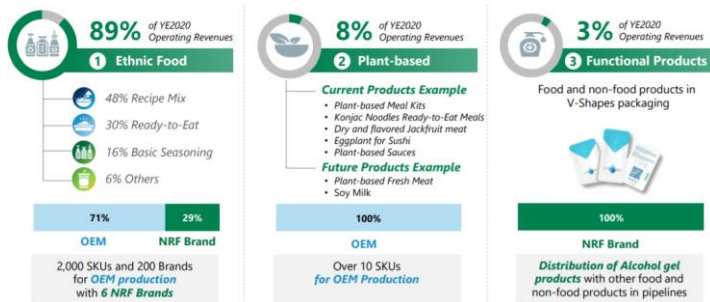
Company Overview

NRF ดำเนินธุรกิจเป็นผู้ผลิต จัดหา และจำหน่ายผลิตภัณฑ์ปรุงรสอาหาร อาหารสำเร็จรูป เครื่องปรุงสำหรับประกอบอาหาร และอาหารโปรตีนจากพืช สามารถแบ่งออกเป็น 3 กลุ่มธุรกิจ

1. ธุรกิจ Ethnic Food 89% ของรายได้รวม ปัจจุบันมีผลิตภัณฑ์กว่า 2,000 SKUs และมากกว่า 500 สูตรอาหาร ของทั้งสินค้าภายใต้ตราสินค้าของบริษัท และสินค้ารับจ้างผลิต
2. ธุรกิจ Plant-Based Food 8% ของรายได้รวม เป็น OEM ทั้งหมด เช่น เนื้อจากขนุน เส้นบุก นมถั่วเหลือง
3. ธุรกิจ Functional Products 3% ของรายได้รวม ปัจจุบันมีผลิตภัณฑ์เจลแอลกอฮอล์ในบรรจุภัณฑ์ V-Shapes

บริษัทจำหน่ายสินค้าไปกว่า 25 ประเทศทั่วโลก และกระจายไปหลายทวีปได้แก่ สหรัฐ ยุโรป เอเชีย โอเชียเนีย และไทย โดยได้รับการรับรองมาตรฐานการผลิตในระดับสากล ได้แก่ IFS Food, BRC Global Standard for food Safety, GMP, HACCP, HALAL และ SEDEX

สัดส่วนรายได้ปี 2020



นอกจากนี้บริษัทยังมุ่งเน้นลงทุนในนวัตกรรมอาหาร ด้วยการเข้าลงทุนผ่าน Startup Company มีเป้าหมายเจาะตลาดอาหารในกลุ่ม Specialty Food และ Plant-based Food ล่าสุดได้เข้าร่วมทุนกับ Boosted เพื่อลงทุนในธุรกิจ Branded e-commerce บน Amazon.com ที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจ Ethnic Food, Plant-based Food และ Functional Product

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ NRF โดยอิง PE ที่ 35 เท่า เท่ากับค่าเฉลี่ยของบริษัทที่ทำซอส และเครื่องปรุงอาหารทั่วโลก สะท้อนถึงแนวโน้มการเติบโตของกำไรที่คาดการณ์ต่อเนื่องในช่วง 3 ปีข้างหน้าราว 29% CAGR และยังมี Upside จากทั้งกลุ่มสินค้า Plant-based Food และ E-Commerce รวมถึงล่าสุดได้ขยายเข้าสู่ธุรกิจกัญชง

ESG

Environment

- NRF ให้ความสำคัญกับสิ่งแวดล้อมอย่างมาก เข้าร่วมเป็นอนุกรรมการด้านสิ่งแวดล้อมของ Global Compact Network Thailand และเป็นสมาชิกของ UN Global Impact เข้าร่วมในการเคลื่อนไหวเรื่องภาวะโลกร้อนในโครงการ 1.5 Degree Pledge เพื่อดำเนินธุรกิจในรูปแบบ Low Carbon และ Clean Energy โดยเริ่มโครงการ Carbon Footprint ในปี 2019 มุ่งหวังเป็นองค์กร Zero Carbon
- ทำกิจกรรมร่วมกับชุมชน โดยมีการรณรงค์ให้มีการคัดแยกขยะเพื่อนำไป Recycle รวมถึงมีการนำกล่องนมและกล่องเครื่องดื่ม นำไป Recycle กลับมาใช้สร้างเป็นหลังคาแผ่นใหม่ และยังคงช่วยลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ได้ด้วย

Social

- ปี 2018 บริษัทได้เริ่มจัดทำรายงานความยั่งยืนให้กับ United Nations Global Compact และปัจจุบันได้ดำเนินการตามเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนของสหประชาชาติ 9 เป้าหมายได้แก่ No Poverty, Zero Hunger, Good Health and Well-being, Decent Work and Economic Growth, Sustainable Cities and Communities, Responsible consumption and Production, Climate Action, Life on Land และ Partnerships
- บริษัทให้ความสำคัญกับชุมชนและสังคมโดยรอบ โดยมีนโยบายการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคม CSR อย่างชัดเจน ให้ความร่วมมือในกิจกรรมต่างๆกับชุมชนโดยรอบในพื้นที่ที่บริษัทเข้าไปดำเนินธุรกิจอยู่ และมีโครงการสำคัญเช่น การทำฟาร์มเพื่อให้เกษตรกรมีชีวิตที่ยั่งยืน (Green Farmer Green Army), พัฒนาระบบการผลิต (ติดตั้ง Solar Rooftop, ใช้หลอดไฟ LED, ลดการใช้พลาสติก), โครงการ Carbon Footprint เป็นต้น

Governance

- บริษัทกำหนดแนวทางการดำเนินธุรกิจตามที่จัดทำโดยตลท. กลด. รวมถึงหลักเกณฑ์ ASEAN CG Scorecard โดยมีหลักปฏิบัติ 8 ข้อ ได้แก่ ตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการ, กำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายของกิจการตามหลักความยั่งยืน, เสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิภาพ, สรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูง, ส่งเสริมนวัตกรรมและประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อ, ดูแลให้มีระบบบริหารความเสี่ยงภายในที่เหมาะสม, รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล และสนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น
- บริษัทมีนโยบายไม่ให้พนักงาน ผู้บริหาร และผู้รับทราบข้อมูลระดับบริหารในสายงานบัญชีการเงิน ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทเป็นเวลายาวน้อย 30 วัน ก่อนการเปิดเผยข้อมูลสู่สาธารณชนและ 24 ชั่วโมง ภายหลังจากเปิดเผยข้อมูลแล้ว

3Q21E Earnings Preview

(Bt=mn)	3Q21E	2Q21	%Q-Q	3Q20	%Y-Y	9M21E	9M20	% Y-Y
Sales revenue	471	448	5.1	378	24.6	1,390	971	43.2
Costs	292	277	5.4	253	15.4	887	660	34.4
Gross profit	179	171	4.7	126	42.1	504	310	62.6
SG&A costs	122	126	-3.2	58	110.3	362	164	120.7
Profit Sharing	-17	-23	nm	-1	nm	-49	-10	390.0
Interest charge	14	13	7.7	13	7.7	41	39	5.1
Norm Profit	41	18	127.8	61	-32.8	105	133	-21.1
Net profit	26	11	136.4	48	-45.8	52	89	-41.6
Gross margin %	38.0	38.2	-0.2	33.2	4.8	36.3	31.9	4.4
SG&A as % of Sales	26.0	28.2	-2.2	15.4	10.6	26.0	16.9	9.1
Net margin %	5.6	2.4	3.2	12.7	-7.1	3.7	9.2	-5.5

Source: FSS Estimates

การคำนวณขนาดรายการของเงินลงทุนย้อนหลัง 6 เดือน

วัน เดือน ปี	รายการ	ขนาดรายการตามเกณฑ์ (%)			
		NTA	กำไรสุทธิ	มูลค่าสิ่งตอบแทน	มูลค่าหุ้น
14 พฤษภาคม 2564	การลงทุนในบริษัท Wicked Foods, Inc.			1.19	
14 พฤษภาคม 2564	การลงทุนในบริษัท Konscious Foods, Inc.	-	-	0.80	-
14 พฤษภาคม 2564	ซื้อทรัพย์สินภายใต้แบรนด์ SOL Trading	-	-	2.33	-
20 พฤษภาคม 2564	เงินลงทุนในบริษัทร่วมกับบริษัท อินโน บิก (เอเชีย) จำกัด	-	-	3.81	-
20 พฤษภาคม 2564	การลงทุนในบริษัท โกลเด็น ไตรแองเกิลเฮลท์ จำกัด	1.08	-	1.98	0.56
13 สิงหาคม 2564	ซื้อทรัพย์สินภายใต้แบรนด์ WellPath	-	-	3.33	-
1 กันยายน 2564	การลงทุนในบริษัท อินติม กรุป จำกัด	-	-	1.06	-
23 กันยายน 2564	การลงทุนในบริษัท โบทานีสตูดิโอ จำกัด	0.18	-	0.89	-
15 ตุลาคม 2564	การลงทุนในบริษัท โกลเด็น ไตรแองเกิลเฮลท์ จำกัด	1.11	-	1.48	-
รวมขนาดรายการตามเกณฑ์		16.87			

Source: SET

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของเทรนด์การบริโภค Plant-Based Food

หากกระแสความนิยมการบริโภค Plant-Based Food มีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงข้ามกับที่บริษัทคาดการณ์ไว้ หรือเป็นเพียงกระแสชั่วคราว อาจทำให้บริษัทเผชิญความเสี่ยงจากการสูญเสียเงินลงทุนในธุรกิจ Startup ต่างๆ รวมถึงกลยุทธ์การลงทุนในธุรกิจ Startup และกองทุนที่เข้าไปลงทุนในธุรกิจ Startup แม้มองมุมหนึ่งจะเป็นการสร้างโอกาสในการเติบโตในอนาคตของบริษัท แต่ด้วยสถิติที่ผ่านมา ต้องยอมรับว่าอัตราการประสบความสำเร็จของธุรกิจ Startup ไม่สูงนัก อีกทั้งยังมีความเสี่ยงหากการเติบโตช้ากว่าคาด นั้นหมายถึง อาจทำให้บริษัทประสบผลขาดทุนจากธุรกิจที่เข้าไปร่วมลงทุน หรือสูญเสียเงินลงทุน

ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

เนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่ของบริษัทมาจากการส่งออกไปยังต่างประเทศสัดส่วนราว 74% ของรายได้ปี 2019 ซึ่งเป็นการขายในรูปแบบ USD เป็นหลัก ในขณะที่ต้นทุนวัตถุดิบส่วนใหญ่เป็นการซื้อในประเทศ ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน โดยเฉพาะในกรณีที่ค่าเงินบาทแข็งค่าเมื่อเทียบกับ USD ในกรณีที่ค่าเงินบาทแข็งค่าทุก 1 บาท หากบริษัทไม่ได้ใช้เครื่องมือป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน เราพบว่าจะกระทบต่อกำไรขั้นต้นของบริษัทราว 1.8% และกระทบต่อกำไรปกติราว 11% อย่างไรก็ตาม ด้วยนโยบายของบริษัทที่มีการป้องกันความเสี่ยงด้วยการทำ Forward ราว 50% ของรายได้ USD จึงคาดผลกระทบต่อกำไรปกติจะจำกัด นอกจากนี้บริษัทยังมีแผนที่จะเพิ่มสัดส่วนรายได้สกุลเงินบาทให้มากขึ้น จากทั้งการรวมซัพพลายเชนที่มีรายได้เป็นสกุลเงินบาทราว 86% ของรายได้ซัพพลายเชน และยังมีแผนการขาย NRF Brand และ น้ำมันถั่วเหลืองซินโป ในประเทศที่ด้วย น่าจะช่วยให้บริษัทลดการพึ่งพิงรายได้สกุลเงิน USD ได้ระดับหนึ่ง

ความเสี่ยงจากการแข่งขันในตลาดรับจ้างผลิต

ปัจจัยที่กระทบต่อความสามารถในการแข่งขันของบริษัทคือ ราคาขาย และราคาต้นทุนวัตถุดิบที่ผันผวนตามราคาตลาด โดยลูกค้าสามารถเปลี่ยนผู้รับจ้างผลิตรายอื่นแทนบริษัทได้ หากลูกค้าได้รับการเสนอราคาที่ดีกว่า

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

วัตถุดิบหลักของบริษัทส่วนใหญ่เป็นผลผลิตทางการเกษตร เช่น พืช ปศุสัตว์ และประมง ซึ่งมีราคาเปลี่ยนแปลงขึ้นอยู่กับ Demand Supply ของผลผลิตชนิดนั้นๆ ซึ่งเป็นปัจจัยภายนอกที่บริษัทไม่สามารถควบคุมได้ ทั้งนี้หากราคาวัตถุดิบเปลี่ยนแปลง และบริษัทไม่สามารถปรับขึ้นราคาขายเพื่อสะท้อนต้นทุนสินค้าได้ทันเวลาที่ อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	1,111	1,408	1,820	2,341	2,687
Cost of sales	784	974	1,186	1,517	1,733
Gross profit	327	434	633	824	954
SG&A	218	257	482	480	551
Operating profit	109	177	151	344	403
Other income	9	36	25	26	30
EBIT	118	213	176	370	433
EBITDA	198	303	316	560	672
Interest charge	61	46	56	62	68
Tax on income	10	27	16	62	73
Earnings after tax	47	140	104	246	292
Minority interest	0	0	-15	9	13
Normalized earnings	133	212	139	348	403
Extraordinary items	-92	-88	-65	-57	-57
Net profit	41	124	74	291	346

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net profit	41	124	74	291	346
Deprec. & amortization	80	90	140	190	240
Change in working capital	-43	-188	-10	-77	-51
Other adjustments	75	93	16	-35	-40
Cash flow from operations	153	119	220	368	494
Capital expenditure	-176	-365	-500	-500	-500
Others	24	-227	-228	48	30
Cash flow from investing	-141	-469	-728	-452	-470
Free cash flow	12	-350	-508	-84	24
Net borrowings	-54	-748	307	-3	19
Equity capital raised	135	1,299	54	0	0
Dividends paid	0	0	-30	-116	-138
Others	3	-128	89	120	79
Cash flow from financing	84	423	421	1	-40
Net change in cash	97	82	-87	-83	-16

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	142	224	137	54	38
Accounts receivable	194	284	319	411	471
Inventory	85	188	195	249	285
Other current assets	10	25	27	35	40
Total current assets	432	722	678	749	834
Investments	47	304	385	421	484
Plant, property & equipment	375	637	997	1,308	1,568
Other assets	1,741	1,695	1,809	1,760	1,708
Total assets	2,596	3,358	3,870	4,238	4,594
Short-term loans	90	143	255	262	278
Accounts payable	126	202	228	291	332
Current maturities	256	67	75	75	75
Other current liabilities	11	37	45	59	67
Total current liabilities	483	449	603	687	753
Long-term debt	619	5	175	165	168
Other non-current liab.	321	329	419	539	618
Total non-current liab.	940	335	594	704	786
Total liabilities	1,423	784	1,197	1,390	1,539
Registered capital	1,421	1,421	1,485	1,485	1,485
Paid up capital	1,066	1,356	1,410	1,410	1,410
Share premium	156	1,165	1,165	1,165	1,165
Legal reserve	23	30	30	30	30
Retained earnings	-72	23	68	242	449
Minority Interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	1,173	2,574	2,673	2,848	3,055

Key Ratios

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Growth (%)					
Revenue	-1.2	26.8	29.2	28.7	14.8
EBITDA	-27.2	53.3	4.3	77.2	20.1
Net profit	-57.3	205.2	-40.3	291.4	18.9
Normalized earnings	-16.9	59.7	-34.3	149.4	15.8
Profitability (%)					
Gross profit margin	29.4	30.8	34.8	35.2	35.5
EBITDA margin	13.9	21.5	17.4	23.9	25.0
EBIT margin	10.6	15.1	9.7	15.8	16.1
Normalized profit margin	12.0	15.1	7.7	14.8	15.0
Net profit margin	3.7	8.8	4.1	12.4	12.9
Normalized ROA	5.1	6.3	3.6	8.2	8.8
Normalized ROE	11.3	8.2	5.2	12.2	13.2
Normalized ROCE	5.6	7.3	5.4	10.4	11.3
Risk (x)					
D/E	1.2	0.3	0.4	0.5	0.5
Net D/E	1.1	0.2	0.4	0.5	0.5
Net debt/EBITDA	6.5	1.8	3.4	2.4	2.2
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.04	0.11	0.05	0.21	0.25
Normalized EPS	0.12	0.16	0.10	0.25	0.29
EBITDA	0.19	0.22	0.22	0.40	0.48
Book value	0.83	1.90	1.80	1.92	2.06
Dividend	0.00	0.04	0.02	0.08	0.10
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	231.5	80.5	168.0	62.4	36.1
Norm P/E	71.0	56.6	89.5	48.6	31.0
P/BV	10.7	4.7	4.9	4.7	4.4
EV/EBITDA	54.2	41.5	42.9	24.8	20.9
Dividend yield (%)	0.0	0.5	0.2	0.6	1.1

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 ถนนบรมหัตถทอง 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 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 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 ดรง 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 บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชักชวนให้ผู้ลงทุน 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, 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