FINANSIA
ALWAYS A STEP AHEAD

29 October 2021

First Day Trade

TFM (TFM TB)

บมจ. ไทยยูเนี่ยน ฟีดมิลล์

IPO

2022 Target Price (Bt)	17.0
IPO Price (Bt)	13.5
Up/downside (%)	+25.9
SET Index	1624.31
Sector	Agriculture
Foreign limit/actual (%)	49.00/0.21
Free float (%)	31.22
Market cap (Bt m)	6,750.00
Issuer	TFM
No. of IPO (mn shares)	109.3
Par value (Bt)	2.00
Subscription period	19-21 Oct 21
First day trading	29 Oct 21
Financial Advisor	BLS
Underwriter	BLS

Source: Company data, Finansia estimates

Consolidated earnings

BT (mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	4,184	4,746	5,496	6,097
Normalized profit	412	225	472	577
Net profit	412	225	472	577
EPS (Bt) - norm	1.01	0.45	0.94	1.15
EPS (Bt)- reported	0.68	0.45	0.94	1.15
% growth y-y	-66.8	-33.9	109.9	22.2
Dividend/share (Bt)	0.20	1.17	0.47	0.58
BV/share (Bt)	2.67	4.09	4.57	5.14
EV/EBITDA (x)	11.0	18.3	10.5	8.5
PER (x) - norm	13.4	30.0	14.3	11.7
PER (x)	19.9	30.0	14.3	11.7
PBV (x)	5.1	3.3	3.0	2.6
Dividend yield (%)	1.5	8.6	3.5	4.3
Norm ROE (%)	30.9	11.0	20.7	22.4
YE No. of shares (million)	410	500	500	500
Par (Bt)	2.0	2.0	2.0	2.0

Source: Company data, FSS estimates

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เข้าร่วมเป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญของบริษัท ไทยยูเนี่ยน ฟีดมิลล์ จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก (IPO)

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

ผู้นำอาหารสัตว์น้ำของไทย และกำลังขยายไปต่างประเทศ

TFM คือผู้นำอาหารสัตว์น้ำในไทย โดยมีประสบการณ์และความเชี่ยวชาญกว่า 20 ปี และยังมี TU เป็นบริษัทแม่ ทำให้มีความพร้อมในทุกด้าน สามารถสร้างความได้เปรียบด้วยคุณภาพและความแตกต่างของสินค้า ทำให้เป็นผู้นำตลาดโดยมีส่วนแบ่งการตลาด 24% ในอาหารปลากะพง และ 17% ในอาหารกุ้ง แม้ปี 2021 จะสะดุดจากปัญหา COVID-19 และราคาวัตถุดิบแพงขึ้น แต่คาดกำไรจะกลับมาโตเด่นในปี 2022 จากความต้องการใช้อาหารสัตว์ที่เริ่มฟื้นตัว, ราคาวัตถุดิบตลาดโลกเริ่มปรับลง และขยายธุรกิจไปในอินโดนีเซียและปากีสถาน ซึ่งยังมีการใช้อาหารเม็ดกันน้อย จึงมีช่องว่างให้โตได้อีกมาก และจะเป็นปัจจัยหนุนให้กำไรปกติปี 2022-23 กลับมาโตสูงราว 109.9% Y-Y และ 22.2% Y-Y ตามลำดับ เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2022 เท่ากับ 17 บาท (อิง PE 17.5 เท่า)

ผู้นำอาหารสัตว์น้ำของไทย ทั้งกุ้งและปลา

TFM ดำเนินธุรกิจผลิตและจำหน่ายอาหารสัตว์น้ำ กุ้ง ปลา ตั้งแต่ปี 2000 และเริ่มขายอาหารสัตว์บกในปี 2018 โดยเป็นการขายในประเทศ 93%-98% ของรายได้จากการขาย 2018-1H21 และขายภายใต้แบรนด์บริษัทเอง 92%-96% ของรายได้ ส่วนกลุ่มลูกค้าคือ ร้านค้าจำหน่ายอาหารสัตว์น้ำ 71%-77% และฟาร์มเพาะเลี้ยงสัตว์ 23%-29% ของรายได้รวม บริษัทถือเป็นผู้นำอาหารสัตว์น้ำของไทยในตลาดอาหารปลากะพง และอาหารกุ้ง โดยปี 2020 มีส่วนแบ่งการตลาดอาหารปลากะพง 24%, อาหารกุ้ง 17% และอาหารปลา 12% และเริ่มขยายธุรกิจอาหารสัตว์น้ำในอินโดนีเซียและปากีสถาน ด้วยการจัดตั้งบริษัทร่วมทุนกับพันธมิตรท้องถิ่น ซึ่งเป็นหนึ่งในผู้นำในอุตสาหกรรมในประเทศนั้นๆ ซึ่งบริษัทได้เข้าถือหุ้น 65% และ 51% ในบริษัทร่วมทุนในอินโดนีเซียและปากีสถาน ตามลำดับ

จุดแข็งคือประสบการณ์ยาวนาน และมี TU เป็นบริษัทแม่

บริษัทมีประสบการณ์และความเชี่ยวชาญกว่า 20 ปี รวมถึงมี TU เป็นบริษัทแม่ (หลัง IPO ยังคงเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่สัดส่วน 51%) ทำให้มีความพร้อมทั้งด้านบุคลากร แหล่งเงินทุน เทคโนโลยี และการเข้าถึงนวัตกรรมใหม่ๆ เพื่อสร้างความได้เปรียบด้านการแข่งขันจากคุณภาพและความแตกต่างในสินค้า เลี่ยงการแข่งขันด้านราคา โดยบริษัทสามารถจัดหาวัตถุดิบเฉพาะตัวจากบริษัทในกลุ่ม TU เช่น น้ำมันปลาทูน่า และผลิตภัณฑ์พลอยได้จากปลาอย่าง ไส้ปลา ทั้งนี้บริษัทถือเป็นผู้บุกเบิกการใช้อาหารเม็ดสำเร็จรูปในการเลี้ยงปลากะพง และทำ R&D พัฒนาหาวัตถุดิบอื่นทดแทนการใช้ปลาป่นและน้ำมันปลา เช่น โปรตีนจากแบคทีเรีย, โปรตีนจากพืช เป็นต้น และยังมีพันธมิตรที่แข็งแกร่งอย่าง AVANTI ผู้ผลิตอาหารกุ้งรายใหญ่ของอินเดีย ที่มีการใช้ชื่อทางการค้าของบริษัท ทำให้บริษัทได้รับรายได้ค่าสิทธิสม่ำเสมอปีละ 40-50 ลบ. โดยบริษัทไม่มีต้นทุนจากรายได้ดังกล่าว

ปัจจัยหนุนกำไรปี 2022-23 คือฟื้นจาก COVID-19 และขยายไปต่างประเทศ

เรามองผลการดำเนินงานจะผ่านจุดต่ำสุดในปี 2021 หลังถูกกระทบจาก COVID-19 และราคาวัตถุดิบปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งคาดกำไรปกติปี 2021 จะลดลง -45.5% Y-Y สถานการณ์เริ่มดูดีขึ้นจาก COVID-19 เริ่มคลี่คลาย ช่วยหนุนความต้องการใช้อาหารสัตว์กลับมาฟื้นตัว ตามการบริโภคที่ดีขึ้นทั้งในประเทศ และการส่งออก ขณะที่มองราคาวัตถุดิบอย่าง กากถั่วเหลือง และแป้งสาลีจะผ่านจุดสูงสุดในปี 2021 ล่าสุดเริ่มเห็นราคากากถั่วเหลืองและข้าวสาลีในตลาดโลกอ่อนตัวลง และที่สำคัญบริษัทได้เริ่มรับรู้รายได้อาหารปลาในปากีสถาน (กำลังการผลิต 7,000 ตันต่อปี) ตั้งแต่ 2Q21 และจะรับรู้เต็มปีใน 2022 ส่วนโรงงานอาหารกุ้งในอินโดนีเซีย (กำลังการผลิต 36,000 ตันต่อปี) คาดจะเริ่ม Run ได้ 4Q21 และทยอยใช้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้นในปี 2022 คาดกำไรปกติจะกลับมาโตเด่นปี 2022-23 ราว 109.9% Y-Y และ 22.2% Y-Y ตามลำดับ

ประเมินราคาเป้าหมายปี 2022 เท่ากับ 17 บาท

เราให้ราคาเป้าหมายปี 2022 ของ TFM ที่ 17 บาท อิง PE 17.5 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของบริษัทใน Regional Peers เพราะอยู่ในธุรกิจเดียวกัน มีอัตรากำไรใกล้เคียงกัน และยังอยู่ระหว่างขยายไปในอินโดนีเซีย แม้เป็น PE ที่สูงกว่าบริษัทในไทย แต่มองว่าเหมาะสมเพราะ TFM มีธุรกิจอาหารสัตว์เศรษฐกิจอย่างเดียว จึงมีความผันผวนของกำไรต่ำกว่า CPF TFG GFPT ที่มีธุรกิจเลี้ยงสัตว์

Company Overview

TFM ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายอาหารสัตว์เศรษฐกิจ ได้แก่ อาหารกุ้ง อาหารปลา (รวมอาหารกบ และอาหารปู) และอาหารสัตว์บก เพื่อใช้เป็นวัตถุดิบในอุตสาหกรรมเพาะเลี้ยงสัตว์ ส่วนใหญ่เป็นการขายภายใต้แบรนด์ของบริษัทเอง ได้แก่ PROFEED, NANAMI, EGOFEED, AQUAFEED และ D-GROW เป็นต้น และขายในประเทศเป็นหลักสัดส่วนราว 93%-98% ของรายได้จากการขายงวด 2018-1H21 ลูกค้าหลักคือร้านค้าจำหน่ายอาหารสัตว์ และฟาร์มเพาะเลี้ยงสัตว์ สัดส่วนรายได้ราว 71%-77% และ 23%-29% ของรายได้จากการขายในปี 2018-1H21

นอกจากนี้บริษัทยังมีการขายผลผลิตจากฟาร์มวิจัยเพาะพันธุ์สัตว์น้ำของบริษัท ได้แก่ กุ้ง และปลากระพง ซึ่งเป็นผลพลอยได้จากการทำฟาร์มวิจัยเพื่อทดลองและพัฒนาสูตรการผลิตอาหารสัตว์น้ำของบริษัท

บริษัทมีสำนักงานใหญ่อยู่ที่ จ.สมุทรสาคร และมีโรงงานผลิต 2 แห่งตั้งอยู่ที่ มหาชัย จ.สมุทรสาคร และระโนด จ.สงขลา ข้อมูล ณ 30 มิ.ย. 21 มีกำลังการผลิตรวม 273,000 ตันต่อปี แบ่งเป็นอาหารกุ้ง 153,000 ตันต่อปี , อาหารปลา 90,000 ตันต่อปี และอาหารสัตว์บก 30,000 ตันต่อปี

ปัจจุบันได้ขยายการลงทุนไปในอินโดนีเซีย และปากีสถาน เพื่อผลิตและจำหน่ายอาหารสัตว์น้ำ กุ้งและปลา คาดจะเริ่มรับรู้รายได้จากโรงงานที่อินโดนีเซียตั้งแต่ 4Q21 ส่วนโรงงานปากีสถานเริ่มรับรู้รายได้และกำไรตั้งแต่ 2Q21 เป็นต้นมา

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ TFM ด้วยวิธี Relative PE โดยอิง PE ที่ 17.5 เท่า ใกล้เคียง PE เฉลี่ยของ Regional Peers ที่ทำธุรกิจอาหารสัตว์เศรษฐกิจเหมือนกัน ส่วนใหญ่อยู่ในจีน อินโดนีเซีย และอินเดีย โดยมีอัตรากำไรที่ใกล้เคียงกัน และบริษัทอยู่ระหว่างขยายธุรกิจไปในอินโดนีเซีย ทั้งนี้เราคาดการณ์ EPS ปี 2022 อยู่ที่ 0.94 บาท/หุ้น ทำให้ได้ราคาเป้าหมายปี 2022 เท่ากับ 17 บาท

ESG

Environment

- TFM ปฏิบัติตามกฎหมายและข้อบังคับการจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างเคร่งครัด และมีมาตรการป้องกันและแก้ไขเมื่อเกิดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมอันเนื่องจากการดำเนินงานของบริษัท รวมถึงร่วมมือกับชุมชนและสังคม โดยสนับสนุนกิจกรรมอาสาที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาชุมชนและสังคม
- สำหรับสายงานผลิต บริษัทใช้ระบบ Activated Sludge Process (ASP) จัดการด้านมลพิษทางน้ำ ซึ่งเป็นระบบทางชีววิทยา โดยใช้แบคทีเรียพวกที่ใช้ออกซิเจนเป็นตัวย่อยสลายสารอินทรีย์ในน้ำเสีย จากนั้นจะนำน้ำเสียที่ถูกบำบัดแล้ว ปล่อยไปที่สวนเกษตรของโรงงานต่อไป ส่วนการจัดการมลพิษทางอากาศ บริษัทติดตั้งอุปกรณ์สำหรับดักฝุ่นหรือป้องกันฝุ่นออกสู่ภายนอกคือ Bag Filter และ Cyclone ช่วยให้ไม่เกิดมลพิษต่อชุมชนรอบข้าง
- บริษัทให้ความสำคัญในการป้องกันการปล่อยก๊าซเรือนกระจก โดยดำเนินการร่วมกับบริษัทในกลุ่ม TU และมีเป้าหมายเดียวกันคือ จากปี 2016-2020 ตั้งเป้าลด 30% ซึ่งบริษัทได้ดำเนินการลดก๊าซเรือนกระจกต่อเนื่องมาอยู่ที่ 6.5% ซึ่งเป็นไปตามเป้าหมาย

Social

- บริษัทฯมีนโยบายดำเนินธุรกิจด้านความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) ภายใต้หลักพื้นฐานทางจริยธรรม เพื่อให้เกิดความเป็นธรรมต่อผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้อง
- บริษัทให้ความสำคัญกับลูกค้าและผู้บริโภค ทั้งในเรื่องคุณภาพ และความปลอดภัยของอาหารสัตว์น้ำ มุ่งเน้นใช้วัตถุดิบที่มีคุณภาพ การผลิตที่มีมาตรฐาน และยังส่งเสริมให้ความรู้แก่เกษตรผู้ที่สนใจเพาะเลี้ยงสัตว์ ผ่านการจัดอบรมสัมมนา
- บริษัทตระหนักถึงความสำคัญของการพัฒนาบุคลากรว่าเป็นหัวใจสำคัญสำหรับการพัฒนาอย่างยั่งยืน จึงให้ความสำคัญกับการบริหารทรัพยากรมนุษย์ที่ตั้งอยู่บนพื้นฐานความเป็นธรรม ไม่ละเมิดสิทธิมนุษยชน ทั้งการสรรหา การพัฒนาบุคลากร การอบรมพนักงาน การให้ผลตอบแทนที่เหมาะสม โดยมีนดยบายปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเป็นธรรม

Governance

- คณะกรรมการบริษัทให้ความสำคัญต่อการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีภายใต้ 8 หลักปฏิบัติ ได้แก่ บทบาทความรับผิดชอบของคณะกรรมการ, กำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน, เสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิผล, สรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและบริหารบุคลากร, ส่งเสริมนวัตกรรมและประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบ, ดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงที่เหมาะสม, รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล และสนับสนุนการมีส่วนร่วมและสื่อสารกับผู้ถือหุ้น
- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการ 9 คน ประกอบด้วย กรรมการอิสระ 3 คน ไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด สอดคล้องตามเกณฑ์ เพื่อเป็นการถ่วงดุลอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกเสียง และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- บริษัทมีนโยบายห้ามไม่ให้กรรมการ ผู้บริหาร และผู้ทราบข้อมูลภายในที่เป็นสาระสำคัญซึ่งมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ทำการซื้อขาย หรือชักชวนบุคคลอื่นซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทในช่วงเวลาก่อนเผยแพร่งบการเงินอย่างน้อย 1 เดือนล่วงหน้าก่อนเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชน และควรรออีกอย่างน้อย 3 วันภายหลังการเปิดเผยข้อมูลให้แก่สาธารณชนแล้ว

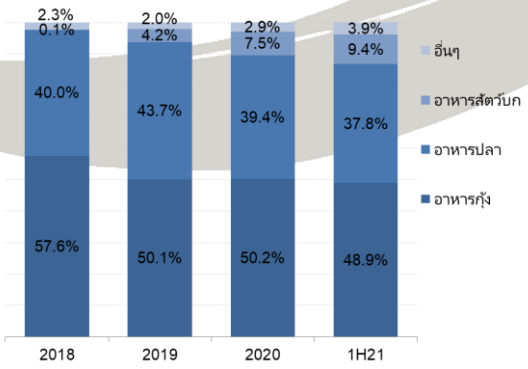
ลักษณะการประกอบธุรกิจ

TFM ผู้ผลิตและจำหน่ายอาหารสัตว์เศรษฐกิจที่มีคุณภาพ ครอบคลุมทั้งสัตว์น้ำและสัตว์บก

บริษัทก่อตั้งขึ้นเมื่อปี 2000 โดยกลุ่ม TU, กลุ่มครอบครัวบุญมีโชติ และกลุ่มผู้ถือหุ้นรายอื่น โดยดำเนินธุรกิจผลิตและจำหน่ายอาหารสัตว์เศรษฐกิจ ได้แก่ อาหารกุ้ง อาหารปลา (รวมอาหารกบและอาหารปู) และอาหารสัตว์บก ส่วนใหญ่เป็นการขายอาหารสัตว์ภายใต้แบรนด์ของบริษัทเองคิดเป็นสัดส่วนรายได้ราว 92%-96% ของรายได้จากการขายปี 2018-1H21 เช่น PROFEED, NANAMI, EGOFEED, AQUAFEED และ D-GROW เป็นต้น และขายในประเทศเป็นหลักสัดส่วนราว 93%-98% ของรายได้จากการขาย กลุ่มลูกค้าหลักคือ ร้านค้าจำหน่ายอาหารสัตว์น้ำ และฟาร์มเพาะเลี้ยงสัตว์น้ำ และสัดส่วนอีก 2%-7% ของรายได้จากการขาย เป็นการขายส่งออกไปยังต่างประเทศ เช่น ศรีลังกา มาเลเซีย บังคลาเทศ พม่า ปากีสถาน และสาธารณรัฐมัลดีฟส์ เป็นต้น

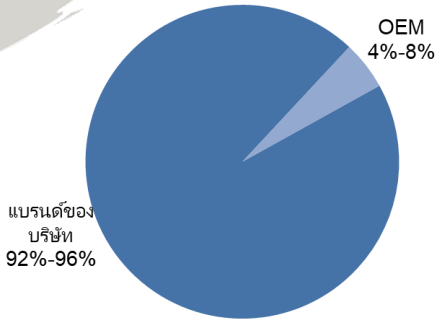
บริษัทได้เริ่มธุรกิจที่อาหารสัตว์น้ำก่อน ส่วนใหญ่เป็นอาหารกุ้งและปลามีสัดส่วนอยู่ที่ราว 50.2% และ 39.4% ของรายได้จากการขายปี 2020 ตามลำดับ และถัดมาช่วงปลายปี 2018 ได้ขยายไปยังกลุ่มอาหารสัตว์บก เช่น อาหารสัตว์ปีก อาหารสุกร เพื่อเพิ่มโอกาสทางธุรกิจ และเพิ่มอัตราการใช้กำลังการผลิตให้สูงขึ้น ทั้งนี้บริษัทมีรายได้อาหารสัตว์บกเติบโตได้ก้าวกระโดดจาก 3.4 ลบ.ในปี 2018 เพิ่มขึ้นเป็น 316 ลบ.ในปี 2020 หรือมีสัดส่วนราว 7.5% ของรายได้จากการขาย นอกจากนี้ บริษัทยังมีรายได้อื่นๆ จากการให้สิทธิกับ AVANTI (ซึ่งเป็นผู้ผลิตและจำหน่ายอาหารกุ้งรายใหญ่ของอินเดีย) ในการใช้ชื่อทางการค้าของบริษัท และยังมีรายได้จากการขายอื่นๆ เช่น ขายกุ้งและปลาจากฟาร์มวิจัยเพาะพันธุ์สัตว์น้ำของบริษัทด้วย

รายได้การขายแบ่งตามประเภทอาหารสัตว์



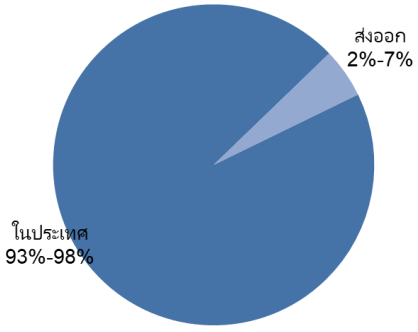
Source: Company Data

สัดส่วนรายได้แบ่งตามแบรนด์และ OEM ปี 2018-1H21



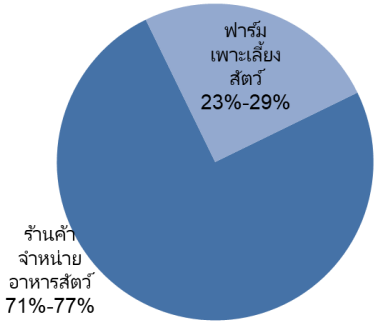
Source: Company Data

สัดส่วนรายได้ในประเทศและส่งออกปี 2018-1H21



Source: Company Data

สัดส่วนรายได้แบ่งตามกลุ่มลูกค้าหลักปี 2018-1H21



Source: Company Data

อาหารสัตว์ของบริษัทมีคุณภาพสูง และมีหลายเกรด ครอบคลุมการเลี้ยงตลอดช่วงอายุสัตว์

สินค้าหลักของบริษัทมีหลายประเภททั้งอาหารกุ้ง (มีแบ่งเป็น กุ้งกุลาดำ, กุ้งขาว, กุ้งสมทบ) อาหารปลา (แบ่งเป็น ปลาทะเล, ปลาน้ำจืด) อาหารกบ อาหารปู อาหารสุกร และอาหารสัตว์ปีก โดยมีจำนวนสินค้าอาหารสัตว์น้ำมากกว่า 400 SKU ภายใต้ 12 แบรนด์สินค้า เพื่อให้ครอบคลุมการเลี้ยงสัตว์ตลอดช่วงอายุสัตว์แต่ละชนิด หรือเหมาะสมกับแนวทางการเพาะเลี้ยงสัตว์น้ำของฟาร์มแต่ละแห่ง จะเห็นว่าบริษัทสามารถตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้อย่างหลากหลายและครบวงจร ในแต่ละประเภทสินค้ายังแบ่งเป็น 3 เกรดหลักได้แก่ เกรดพรีเมี่ยม Premium, เกรดทั่วไป Standard และสูตรเพื่อการแข่งขัน Fighting Brand ซึ่งในแต่ละเกรดจะแตกต่างกันที่วัตถุดิบ และมีการใช้ชื่อแบรนด์ที่แตกต่างกันด้วย (รายละเอียดตามตารางด้านล่าง)

ประเภทอาหารกุ้งของ TFM

ประเภทอาหาร	เกรด	ปริมาณโปรตีนขั้นต่ำ (ร้อยละ)	แหล่งโปรตีน	ระดับราคา[1]	การนำไปใช้	แบรนด์
กุ้งกุลาดำ	เกรดพรีเมียม (Premium)	43.0	แหล่งโปรตีนจากสัตว์ผสมอยู่ในสัดส่วนสูง	4	▪ การเพาะเลี้ยงกุ้งกุลาดำ ▪ การเพาะเลี้ยงกุ้งขาวที่ต้องการเร่งการเจริญเติบโตในการเลี้ยงแบบหนาแน่น ▪ การเร่งการเจริญเติบโตของกุ้งก่อนจับ	
	เกรดทั่วไป (Standard)	35.0 – 38.0 (ขึ้นอยู่กับขนาดของกุ้ง)	แหล่งโปรตีนจากสัตว์และจากพืชในสัดส่วนใกล้เคียงกัน	3		
	สูตรเพื่อการแข่งขัน (Fighting Brand)	37.0 – 38.0 (ขึ้นอยู่กับขนาดของกุ้ง)	แหล่งโปรตีนที่มาจากพืชเพื่อควบคุมราคาขาย	2	▪ การเพาะเลี้ยงกุ้งกุลาดำหรือเพาะเลี้ยงกุ้งขาวที่ต้องการโปรตีนในสัดส่วนสูงในราคาที่เหมาะสม	
กุ้งขาว		32.0 – 35.0 (ขึ้นอยู่กับขนาดของกุ้ง)	แหล่งโปรตีนจากสัตว์ผสมอยู่ในสัดส่วนสูง	2	▪ การเพาะเลี้ยงกุ้งขาวที่ต้องการโปรตีนในสัดส่วนไม่สูงมากในราคาที่เหมาะสม	
กุ้งสมทบ		35.0	แหล่งโปรตีนที่มาจากพืชเพื่อควบคุมราคาขาย	1	▪ ใช้ในพื้นที่เขตน้ำความเค็มต่ำหรือน้ำจืดซึ่งจะมีการเพาะเลี้ยงไม่หน้าแน่น	

หมายเหตุ: 1 ระดับราคา 1 – 4 โดย 1 คือระดับราคาต่ำสุด และ 4 คือ ระดับราคาสูงสุด

Source: Company Data

ประเภทอาหารปลาของ TFM

ประเภทอาหาร	เกรด	ปริมาณโปรตีนขั้นต่ำ (ร้อยละ)	แหล่งโปรตีน	ระดับราคา[1]	การนำไปใช้	แบรนด์
ปลาทะเล		36 – 42 (ขึ้นอยู่กับขนาดของปลา)	แหล่งโปรตีนจากสัตว์ซึ่งเป็นโปรตีนที่มีคุณภาพดีในสัดส่วนที่สูง	6	▪ การเพาะเลี้ยงปลากะพง ปลาเก๋า และปลาเทราต์	
ปลาน้ำจืดกินเนื้อ		40	แหล่งโปรตีนจากสัตว์ในสัดส่วนที่สูงรองจากกลุ่มอาหารปลาทะเล	5	▪ การเพาะเลี้ยงปลาช่อน ปลากราย ปลาดุก และปลากดคัง	
ปลาน้ำจืดกินพืช	เกรดพรีเมียม (Premium)	25 – 32 (ขึ้นอยู่กับขนาดของปลา)	แหล่งโปรตีนที่มาจากพืชและสัตว์ โดยมีสัดส่วนโปรตีนจากสัตว์ที่มากกว่าพืช	3	▪ การเพาะเลี้ยงปลานิล ปลาทับทิมในกระชัง และปลาสลิด ซึ่งปลาเจริญเติบโตได้ดี	
	เกรดทั่วไป (Standard)	15.5 – 21 (ขึ้นอยู่กับขนาดของปลา)	แหล่งโปรตีนที่มาจากพืชและสัตว์ โดยมีสัดส่วนโปรตีนจากพืชที่มากกว่าเกรดพรีเมียม	2	▪ การเพาะเลี้ยงปลานิลบ่อที่มีความหนาแน่นปานกลาง ซึ่งปลาเจริญเติบโตปานกลาง	
	สูตรเพื่อการแข่งขัน (Fighting Brand)	15.5 – 21 (ขึ้นอยู่กับขนาดของปลา)	แหล่งโปรตีนที่มาจากพืชทั้งหมด	1	▪ การเพาะเลี้ยงปลานิลบ่อที่มีความหนาแน่นต่ำ ซึ่งปลาเจริญเติบโตได้ช้า	
สัตว์น้ำวัยอ่อน		35 – 42 (ขึ้นอยู่กับขนาดของปลา)	แหล่งโปรตีนจากสัตว์ในสัดส่วนที่สูง	7	▪ การอนุบาลลูกปลาทะเลและปลาน้ำจืด	
อาหารกบ		30 – 42 (ขึ้นอยู่กับขนาดของกบ)	แหล่งโปรตีนจากสัตว์มากกว่าในพืชรองจากกลุ่มอาหารปลาทะเลและปลาน้ำจืดกินเนื้อ	4	▪ การเพาะเลี้ยงกบ	

หมายเหตุ: 1 ระดับราคา 1 – 7 โดย 1 คือระดับราคาต่ำสุดและ 7 คือ ระดับราคาสูงสุด

Source: Company Data

บริษัทให้ความสำคัญกับคุณภาพของสินค้าเป็นอย่างมาก เพราะเป็นปัจจัยหลักในการเลือกซื้อผลิตภัณฑ์อาหารสัตว์น้ำของลูกค้า ที่มองหาคุณภาพที่ดี มีความสม่ำเสมอ และมีประสิทธิผลต่ออัตราการเจริญเติบโตความแข็งแรง และอัตราการรอดของสัตว์น้ำ นอกเหนือจากกระบวนการผลิตที่มีมาตรฐานในทุกขั้นตอนตลอดทั้ง Supply Chain บริษัทยังมีการพัฒนาสินค้าโดยมุ่งเน้นการเพิ่มประสิทธิผลของอาหารสัตว์ เช่น อัตราการเจริญเติบโตต่อวัน, อัตราการแลกเนื้อ และอัตราการรอดตาย รวมถึงยังมีการริเริ่มคิดค้นสูตรอาหารสัตว์น้ำชนิดใหม่ๆ เช่น อาหารปลากะพงยักษ์ ปลาเก๋า ปลาสลิด ปู และปลากดคัง เป็นต้น และยังเป็นเพียงหนึ่งในบริษัทที่สามารถผลิตอาหารสัตว์น้ำวัยอ่อนซึ่งต้องมีขนาดเม็ดอาหารที่มีขนาดเล็กพิเศษ ทำให้ลูกค้าพึงพอใจ ถือเป็นความได้เปรียบด้านการแข่งขันอีกทางหนึ่งของบริษัท

จากการที่บริษัทให้ความสำคัญกับคุณภาพของสินค้า ที่ต้องอยู่ในระดับที่ดีและได้รับการรองรับตามมาตรฐานสากล ถือเป็นหนึ่งในกลยุทธ์การเติบโตอย่างยั่งยืน และได้มีการร่วมมือกับกลุ่ม TU ในการว่าจ้างแรงงานถูกกฎหมาย ทำให้บริษัทได้รับการรับรองคุณภาพมาตรฐานสากลจากสถาบันหลายแห่ง ดังนี้

มาตรฐาน/ใบรับรองคุณภาพที่บริษัทได้รับ

มาตรฐาน / ใบรับรอง	คำอธิบาย	มาตรฐาน / ใบรับรอง	คำอธิบาย
ISO 9001:2015	รับรองระบบบริหารงานคุณภาพ (SGS)	BAP	รับรองมาตรฐานและแนวปฏิบัติที่ดีของการเพาะเลี้ยงสัตว์น้ำ ของโรงงานผลิตอาหารกุ้ง
ISO 14001:2015	รับรองระบบบริหารงานคุณภาพ (URS)	Global G.A.P.	รับรองมาตรฐานการปฏิบัติทางการเพาะเลี้ยงสัตว์น้ำที่ดีจาก Control Union
ISO 45000:2018	รับรองระบบจัดการอาชีวอนามัยและความปลอดภัย	Sedex	รับรองมาตรฐานระบบแลกเปลี่ยนข้อมูลของ Supplier ตามหลักจริยธรรมจาก SGS
OHSAS 18001:2015	มาตรฐานการจัดการอาชีวอนามัยและความปลอดภัย	IFFO RS CoC Standard	รับรองมาตรฐานสากลด้านความยั่งยืนและทวนสอบย้อนกลับของปลาป่นเป็นที่ยอมรับในระดับสากลจากองค์กรปลาป่นสากล (IFFO)
HACCP	รับรองระบบการวิเคราะห์อันตรายและจุดวิกฤตที่ต้องควบคุมจากกรมปศุสัตว์	SEASAIP	จาก Asian Seafood Improvement Collaborative (ASIC)
HACCP	รับรองระบบการวิเคราะห์อันตรายและจุดวิกฤตที่ต้องควบคุมจากกรมประมง	SAI Global	รับรองมาตรฐานสากลจากการมีห่วงโซ่อุปทานจากวัตถุดิบทางทะเลที่มีความรับผิดชอบจาก SAI Global
GMP	รับรองระบบหลักเกณฑ์ที่ดีในการผลิตอาหารสัตว์จากกรมปศุสัตว์	FDA, US	ผู้ผลิตอาหารสัตว์น้ำรายเดียวในไทยที่ได้รับการขึ้นทะเบียน Food and Drug Administration ของสหรัฐฯ
GMP	รับรองระบบหลักเกณฑ์ที่ดีในการผลิตอาหารสัตว์น้ำจากกรมประมง		

Source: Company Data

กลุ่มลูกค้าเป้าหมายคือในประเทศ และกำลังขยายฐานไปในต่างประเทศ

เนื่องจากอุตสาหกรรมอาหารสัตว์เป็นการแข่งขันภายในประเทศเป็นหลัก ทำให้ฐานลูกค้าของบริษัทเป็นกลุ่มลูกค้าในประเทศ โดยกลุ่มลูกค้าเป้าหมายแบ่งเป็น 2 กลุ่มหลักคือ ร้านค้าจำหน่ายอาหารสัตว์ และฟาร์มเพาะเลี้ยงสัตว์ โดยมีสัดส่วนราว 71%-77% และ 23%-29% ของรายได้จากการขายในปี 2018-1H21 ตามลำดับ ร้านค้าจำหน่ายอาหารสัตว์เป็นกลุ่มที่สนับสนุนการจำหน่ายอาหารสัตว์ของบริษัท และเป็นผู้ให้ Credit Term กับลูกค้าเจ้าของฟาร์มเพาะเลี้ยงสัตว์ ลูกค้ากลุ่มนี้มักมีปริมาณการสั่งซื้อที่สูงและสม่ำเสมอ เช่น ร้านบุญสว่าง, กลุ่มบุญเพชรเกษตรภัณฑ์ เป็นต้น ส่วนกลุ่มฟาร์มเพาะเลี้ยงสัตว์ จะมีปริมาณการสั่งซื้อขึ้นอยู่กับขนาดของฟาร์มแต่ละราย

บริษัทได้ให้ความสำคัญกับการสร้างความสัมพันธ์ระยะยาวกับลูกค้ามาโดยตลอด เพื่อสร้างการเติบโตอย่างยั่งยืนร่วมกัน จึงได้ให้บริการที่ดีกับลูกค้าทั้งก่อนและหลังการขายอย่างครบวงจร เช่น ให้การสนับสนุนด้านแหล่งเงินทุนให้แก่ลูกค้าด้วยการให้วงเงินการซื้อสินค้า (Credit Limit) และให้ระยะเวลาการให้สินเชื่อ (Credit Term) ที่เหมาะสมกับมูลค่าหลักประกันและความสามารถในการชำระหนี้ของลูกค้าแต่ละราย โดยทั่วไปจะมีระยะเวลา 30-60 วัน, การให้ความรู้และคำแนะนำเกี่ยวกับการเพาะเลี้ยงสัตว์น้ำ อาทิ การพัฒนาสายพันธุ์ลูกค้าที่มีคุณภาพ การจัดอบรมสัมนาให้ความรู้ คำแนะนำทางวิชาการต่างๆ

นอกจากนี้ยังมีการขยายธุรกิจไปในต่างประเทศบริเวณแถบเอเชีย ที่ยังอยู่ในช่วงเริ่มต้นและมีศักยภาพเติบโตได้อีกมาก ปัจจุบันมีการจับมือร่วมกับพันธมิตรในต่างประเทศ 3 ประเทศได้แก่

1) AVANTI Feed Limited (AVANTI) ซึ่งเป็นผู้ผลิตอาหารกุ้งรายใหญ่ของอินเดีย ซึ่งเป็นหนึ่งในบริษัทที่ใหญ่ที่สุด 500 อันดับแรกของอินเดียในปี 2020 และ TU ถือหุ้นอยู่ในสัดส่วน 24.2% ณ สิ้น 1H21 โดยบริษัทได้เข้าทำสัญญาความร่วมมือทางเทคนิค และการอนุญาตให้ AVANTI ใช้ชื่อทางการค้า และสูตรการผลิตสินค้าของบริษัท สำหรับการจำหน่ายอาหารกุ้งในอินเดีย

2) ปี 2018 ขยายธุรกิจอาหารสัตว์น้ำในอินโดนีเซีย โดยร่วมทุนกับพันธมิตรทางธุรกิจ 2 กลุ่มได้แก่ กลุ่ม PT MSK คือพันธมิตรท้องถิ่น PT Maxmar Summa Karisma เป็นผู้ประกอบธุรกิจแปรรูปอาหารแช่แข็งรายใหญ่ในอินโดนีเซีย และมีการทำธุรกิจฟาร์มเพาะเลี้ยงกุ้ง โดยมีผลผลิตกุ้งราว 6,500 ตันต่อปี และกลุ่ม AVANTI (ประกอบด้วย AVANTI และ Srinivasa) จัดตั้งบริษัทร่วมทุนชื่อว่า TUKL เพื่อทำธุรกิจอาหารสัตว์น้ำในอินโดนีเซีย

3) ปี 2021 ขยายธุรกิจอาหารปลาในปากีสถาน โดยร่วมทุนกับพันธมิตรท้องถิ่นคือ กลุ่ม AMG จัดตั้งบริษัทร่วมทุนชื่อว่า AMG-TFM โดยมีกำลังการผลิตอาหารปลาราว 7,000 ตันต่อปี เริ่มรับรู้รายได้และกำไรตั้งแต่ 2Q21 ที่ผ่านมา

ปัจจุบันมีการขยายธุรกิจไปต่างประเทศ 3 ประเทศแล้ว

ประเทศ	พันธมิตร	ความสัมพันธ์	รายละเอียด
อินเดีย	AVANTI Feed Limited (AVANTI) ผู้ผลิตอาหารกุ้งรายใหญ่ของอินเดียและ 1 ใน 500 บริษัทใหญ่ที่สุดของอินเดีย*	TU ถือหุ้น 24.2% สิ้น 1H21	TFM ทำสัญญาความร่วมมือทางเทคนิค และอนุญาตให้ AVANTI ใช้ชื่อทางการค้า และสูตรการผลิตสินค้าของบริษัท สำหรับการจำหน่ายอาหารกุ้งในอินเดีย เช่น PROFEED, NANAMEI โดย AVANTI มีการจ่ายรายได้ค่าสิทธิให้ TFM ตามปริมาณการขาย โดย TFM ไม่มีต้นทุนจากการขายดังกล่าว
อินโดนีเซีย	PT Maxmar Summa Karisma (PT MSK)	จัดตั้งบริษัทย่อย บจ.พีที ไทย ยูเนียน คาริสม่า เลสทารี (TUKL) ถือหุ้นโดย TFM 65%, PT MSK 25% และกลุ่ม AVANTI ถือ 10%	PT MSK ทำธุรกิจแปรรูปอาหารแช่แข็งรายใหญ่ของอินโดนีเซีย และมีธุรกิจฟาร์มเพาะเลี้ยงกุ้ง ผลผลิตราว 6,500 ตันต่อปี
	กลุ่ม AVANTI ประกอบด้วย AVANTI และ Srinivasa Cystine Private Limited (Srinivasa)		TUKL ได้จัดซื้อที่ดินสำหรับเป็นที่ตั้งโรงงานเรียบร้อยแล้ว อยู่ระหว่างก่อสร้าง และติดตั้งเครื่องจักร ด้วยกำลังการผลิตอาหารกุ้ง 36,000 ตันต่อปี คาดจะ Test Run และเริ่มผลิตได้ภายใน 4Q21 ทั้งนี้ TUKL ได้ทดลองตลาดนำเข้าสินค้าจาก TFM ไปทดสอบการเลี้ยงในอินโดนีเซียตั้งแต่ มี.ค. 21 แล้ว
ปากีสถาน	กลุ่ม AMG เป็นพันธมิตรท้องถิ่น ซึ่งถือเป็นผู้ผลิตและจำหน่ายอาหารสัตว์น้ำรายสำคัญ	จัดตั้งบริษัทย่อย AMG-Thai Union Feedmill (AMG-TFM) ถือหุ้นโดย TFM 51% และกลุ่ม AMG 49%	AMG เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายอาหารสัตว์น้ำรายสำคัญ AMG-TFM ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายอาหารปลาในปากีสถาน ปัจจุบันมีกำลังการผลิตราว 7,000 ตันต่อปี และเริ่มรับรู้รายได้และมีกำไรสุทธิตั้งแต่ 2Q21

Source: Company Data

*Note: *จัดลำดับโดยนิตยสาร Fortune*

กำลังการผลิตปัจจุบันของบริษัท

ปัจจุบันมีโรงงานผลิตอาหารสัตว์ 2 แห่งตั้งอยู่ที่ โรงงานมหาชัย จ.สมุทรสาคร ผลิตอาหารกุ้งและอาหารปลา และโรงงานระโนด จ.สงขลา สำหรับผลิตอาหารสัตว์บก จะเห็นว่าที่ตั้งของทั้ง 2 โรงงานตั้งอยู่ในทำเลที่ดีอยู่ในภาคกลางและภายใต้ ซึ่งเป็นภูมิภาคที่มีการเพาะพันธุ์และเพาะเลี้ยงสัตว์น้ำที่สำคัญของไทย นอกจากจะช่วยประหยัดในแง่ต้นทุนค่าขนส่งไปยังลูกค้าแล้ว การมีโรงงานตั้งกระจาย 2 แห่ง ยังช่วยบริหารความเสี่ยงกรณีเกิดเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดและอาจกระทบต่อโรงงานใดโรงงานหนึ่ง ข้อมูล ณ 1H21 บริษัทมีกำลังการผลิตอาหารสัตว์รวม 273,000 ตันต่อปี แบ่งเป็นอาหารกุ้ง 153,000 ตันต่อปี, อาหารปลา 90,000 ตันต่อปี และอาหารสัตว์บก 30,000 ตันต่อปี โดยสายการผลิตของบริษัทเป็นแบบอัตโนมัติ และกึ่งอัตโนมัติที่มีระบบควบคุมและสั่งงานด้วยระบบคอมพิวเตอร์ ทำให้สามารถติดตามข้อมูลในการผลิตได้แบบ Real Time

โรงงานผลิตและกำลังการผลิตของ TFM

สายการผลิต	โรงงาน	กำลังการผลิตรวม			
		2018	2019	2020	1H21
อาหารกุ้ง					
กำลังการผลิตสูงสุด (ตัน/งวด)	มหาชัย ระโนด	240,000	210,000	166,800	76,500
ปริมาณการผลิตจริง (ตัน/งวด)		88,914	85,707	77,418	40,642
% อัตราการใช้กำลังการผลิต		37.0	40.8	46.4	53.1
อาหารปลา					
กำลังการผลิตสูงสุด (ตัน/งวด)	มหาชัย	72,000	72,00	72,000	45,000
ปริมาณการผลิตจริง (ตัน/งวด)		57,656	67,937	63,437	33,239
% อัตราการใช้กำลังการผลิต		80.1	94.4	86.7	86.7
อาหารสัตว์บก					
กำลังการผลิตสูงสุด (ตัน/งวด)	ระโนด	--	30,000	30,000	15,000
ปริมาณการผลิตจริง (ตัน/งวด)		--	14,461	22,033	12,772
% อัตราการใช้กำลังการผลิต		--	48.2	73.4	85.1

Source: Company Data

*Note: กำลังการผลิตสูงสุด คำนวณจาก กำลังการผลิตของเครื่อง * กำลังการผลิตตัน/ชั่วโมง * 26 วันทำงาน * จำนวนเดือน*

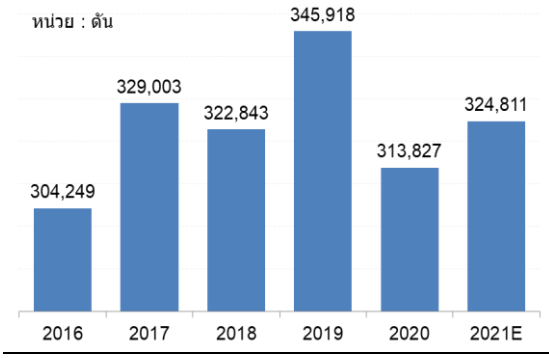
ทั้งนี้กำลังการผลิตอาหารกุ้งในปี 2020 ลดลงจากปี 2019 เนื่องจากบริษัทมีการปรับเปลี่ยนสายการผลิตที่โรงงานมหาชัย โดยรื้อถอนสายการผลิตอาหารกุ้ง (ที่ไม่ได้ใช้งานเพราะมีอายุการใช้งานมานาน) เพื่อรองรับการติดตั้งสายการผลิตอาหารปลาเพิ่ม 1 สายการผลิตอีก 18,000 ตันต่อปี ในช่วงปลายปี 2020 ทำให้ในปี 2021 บริษัทมีกำลังการผลิตอาหารปลาเพิ่มขึ้นเป็น 90,000 ตันต่อปี จาก 72,000 ตันต่อปี

แนวโน้มอุตสาหกรรม

อุตสาหกรรมเลี้ยงกุ้งของไทยกำลังกลับมาฟื้นตัวอีกครั้ง

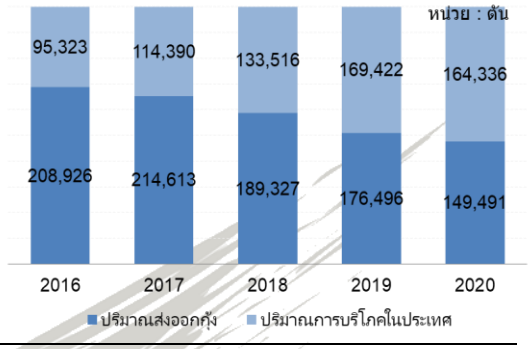
อุตสาหกรรมผลิตกุ้งในไทย มีการเพาะเลี้ยงกุ้งหลัก 3 ชนิด คือ กุ้งขาว กุ้งกุลาดำ และกุ้งก้ามกราม โดยส่วนใหญ่กว่า 90% เป็นการผลิตกุ้งขาวและกุ้งกุลาดำ ซึ่งเป็นกุ้งน้ำเค็มที่ได้รับความนิยมในการบริโภค โดยผลผลิตของกุ้งขาวและกุ้งกุลาดำราว 49%-69% เป็นการผลิตเพื่อการส่งออก และอีก 31%-51% เป็นการผลิตเพื่อบริโภคในประเทศ และหากพิจารณาแหล่งที่มาของผลผลิตกุ้งพบว่าสัดส่วนราว 90% เป็นผลผลิตที่มาจากการเพาะเลี้ยงในประเทศไทย และอีก 10% เป็นผลผลิตที่นำเข้ามาจากต่างประเทศ ผลผลิตกุ้งโดยรวมของไทยส่วนใหญ่เป็นการผลิตเพื่อส่งออก โดยไทยมีปริมาณการส่งออกมากเป็นอันดับ 5 ของโลกในปี 2020 คู่แข่งสำคัญของไทยคือ เวียดนาม อินโดนีเซีย และอินเดีย

ปริมาณผลผลิตกุ้งของไทย



Source: Company Filing (กลุ่มเศรษฐกิจการประมง)

ปริมาณการส่งออกกุ้งและการบริโภคในประเทศ



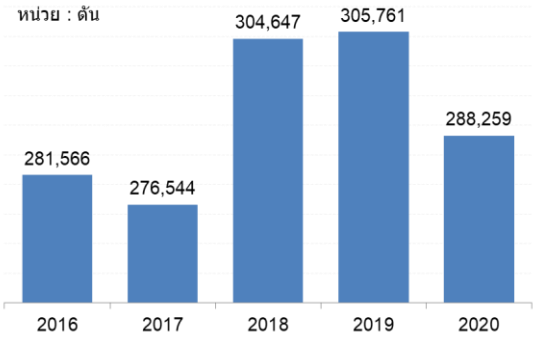
Source: Company Filing (กลุ่มเศรษฐกิจการประมง)

ปริมาณผลผลิตกุ้งรวมของประเทศไทยปรับตัวสูงขึ้นจาก 304,249 ตัน ในปี 2016 เป็น 345,918 ตันในปี 2019 คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 4.4% ต่อปี ส่วนการบริโภคในประเทศเพิ่มขึ้นจาก 95,323 ตันในปี 2016 เป็น 169,422 ตันในปี 2019 คิดเป็นอัตราการเติบโต 21.1% มาจากความต้องการบริโภคที่สูงขึ้นของนักท่องเที่ยว สามารถชดเชยการอ่อนตัวลงของภาคส่งออกได้ ซึ่งในปี 2019 มีปริมาณการส่งออกกุ้งเท่ากับ 176,496 ตัน ลดลงจาก 208,926 ตันในปี 2016 คิดเป็นการลดลงราว 5.5% ส่วนหนึ่งเป็นผลจากค่าเงินบาทแข็งค่า ทำให้กระทบต่อความสามารถในการแข่งขันด้านราคาของผู้ส่งออกของไทย ถัดมาในปี 2020 ปริมาณผลผลิตกุ้งของไทยลดลง -9.3% Y-Y เป็น 313,827 ล้านตัน เป็นผลจากโรคระบาด COVID-19 ทั่วโลก กระทบต่อปริมาณความต้องการบริโภคทั้งในประเทศ และส่งออกที่ปรับตัวลงราว -3% Y-Y และ -15.3% Y-Y ตามลำดับ สำหรับปี 2021 สนง.เศรษฐกิจการเกษตรคาดการณ์แนวโน้มผลผลิตกุ้งไทยจะปรับเพิ่มขึ้นราว 3.5% Y-Y ส่วนหนึ่งเรามองว่าอาจมาจากฐานที่ต่ำในปีก่อน ที่เพิ่งประสบปัญหาการระบาดของ COVID-19

แนวโน้มความต้องการใช้อาหารกุ้งจะเพิ่มขึ้นในทิศทางเดียวกัน

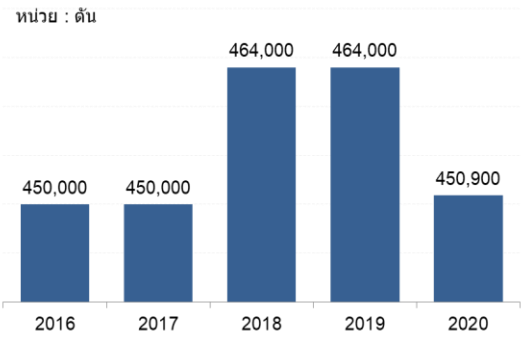
ผลผลิตกุ้งของไทยส่วนใหญ่มาจากการเพาะเลี้ยงกุ้งสัดส่วน 89% ของปริมาณเพาะเลี้ยงกุ้งในไทยในปี 2020 และที่เหลืออีก 11% มาจากการจับจากแหล่งน้ำธรรมชาติ ซึ่งสัดส่วนลดลงอย่างมีนัยสำคัญจาก 36% ในปี 1997 หรือมีปริมาณผลผลิตกุ้งที่จับจากแหล่งน้ำธรรมชาติลดลงเหลือเพียง 45,085 ตันในปี 2020 จาก 128,300 ตันในปี 1997 สาเหตุหลักที่ทำให้การจับกุ้งจากแหล่งน้ำธรรมชาติลดลง เนื่องจากผู้นำเข้าหลักอย่าง สหรัฐ และสหภาพยุโรป ได้ให้ความสำคัญกับมาตรฐานของกระบวนการผลิตสัตว์น้ำที่นำเข้า ซึ่งรวมถึงการทำประมงของผู้ส่งออกให้เป็นไปตามมาตรฐานสากล และต้องตรวจสอบย้อนกลับได้ถึงแหล่งที่มาของผลผลิต (Traceability) ในห่วงโซ่การผลิต ถือเป็นอุปสรรคต่อการทำประมงโดยการจับสัตว์น้ำจากแหล่งน้ำธรรมชาติ ส่งผลให้การเพาะเลี้ยงกุ้งเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจาก 281,566 ตันในปี 2016 เป็น 305,761 ตันในปี 2019 และช่วยหนุนให้ปริมาณความต้องการอาหารกุ้งเพิ่มขึ้นในทิศทางเดียวกันจาก 450,000 ตันในปี 2016 เพิ่มขึ้นเป็น 464,000 ตันในปี 2019 แต่ในปี 2020 ปริมาณการเลี้ยงกุ้งลด -5.7% Y-Y มาจากปัญหา COVID-19 และส่งผลให้ความต้องการใช้อาหารกุ้งลดลงมาอยู่ที่ 450,900 ตัน หรือคิดเป็นอัตราการลดลงราว -2.8% Y-Y ทั้งนี้เราคาดสถานการณ์ COVID-19 จะคลี่คลายมากขึ้นในปี 2022 เชื่อว่าความต้องการบริโภคกุ้งจะกลับมาฟื้นตัว และส่งผลบวกต่อไปยังปริมาณการเลี้ยงกุ้ง และความต้องการอาหารกุ้งสูงขึ้นอีกครั้ง

ปริมาณการเพาะเลี้ยงกุ้งของไทย



Source: Company Filing (กลุ่มเศรษฐกิจการประมง)

ความต้องการใช้อาหารกุ้งของไทย

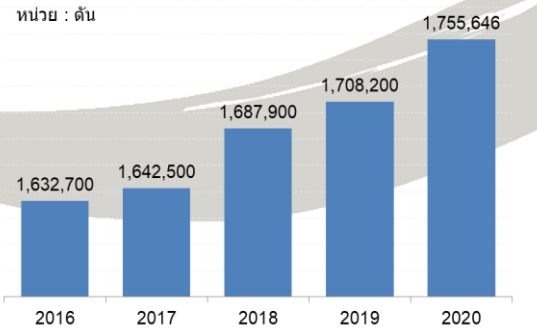


Source: Company Filing (สมาคมผู้ผลิตอาหารสัตว์ไทย)

อุตสาหกรรมปลาและความต้องการใช้อาหารปลาในไทย

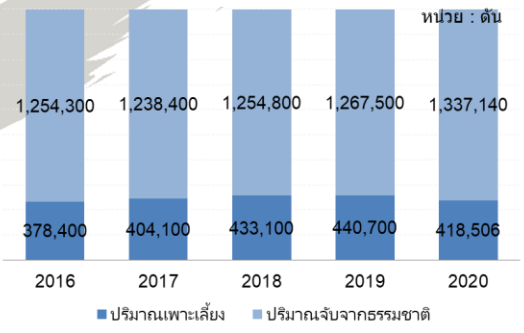
ผลผลิตปลาในไทยส่วนใหญ่เป็นการผลิตเพื่อบริโภคในประเทศ และมีการส่งออกเพียงเล็กน้อย โดยแหล่งที่มาของผลผลิตปลาส่วนใหญ่มาจากการจับจากแหล่งน้ำธรรมชาติคิดเป็นสัดส่วน 74%-77% ของปริมาณผลผลิตปลาทั้งประเทศในช่วงปี 2016-2020 และอีก 23%-26% มาจากการเพาะเลี้ยง อย่างไรก็ตาม ในช่วง 20 ปีที่ผ่านมา ปริมาณการจับปลาจากแหล่งน้ำธรรมชาติลดลงอย่างมีนัยสำคัญจาก 2.43 ล้านตันในปี 1997 ลดลงเหลือ 1.33 ล้านตันในปี 2020 หรือในแง่สัดส่วนลดลงจาก 92% เป็น 76% ในปี 2020 เป็นผลมาจากปริมาณการจับปลาที่มากกว่ากำลังการผลิตของปลาตามแหล่งน้ำธรรมชาติ, มาตรการภาครัฐในการควบคุมการจับปลาตามแหล่งธรรมชาติอย่างถูกกฎหมาย, ภัยธรรมชาติที่เกิดขึ้น และความก้าวหน้าของเทคโนโลยีในการเพาะเลี้ยงปลาของไทย

ปริมาณผลผลิตปลาของไทย



Source: Company Filing (กลุ่มเศรษฐกิจการประมง)

ปริมาณเพาะเลี้ยงปลาและการจับจากธรรมชาติ



Source: Company Filing (กลุ่มเศรษฐกิจการประมง)

อุตสาหกรรมการเพาะเลี้ยงปลาแบ่งออกเป็น 2 ประเภทคือ 1) การเพาะเลี้ยงปลาน้ำจืด สัดส่วนราว 90%-95% ของปริมาณการเพาะเลี้ยงปลาในไทยช่วงปี 2016-2020 ส่วนใหญ่เป็นการเลี้ยงปลานิล และปลาดุก และ 2) การเพาะเลี้ยงปลาน้ำเค็ม มีสัดส่วนเพียง 5%-10% ของปริมาณเพาะเลี้ยงปลาของไทย และส่วนใหญ่เป็นปลากะพง ทั้งนี้ปริมาณการเพาะเลี้ยงปลานิลและปลาดุกมีแนวโน้มเติบโตสอดคล้องกับปริมาณการบริโภคที่เพิ่มขึ้น โดยปริมาณการใช้อาหารปลานิลและปลาดุกอยู่ที่ 426,744 ตันในปี 2016 และเพิ่มขึ้นเป็น 485,204 ตันในปี 2018 แต่ปรับลดลงเป็น 457,793 ตันในปี 2020 มาจากภัยแล้งทำให้ปริมาณน้ำในเขื่อนและแหล่งน้ำธรรมชาติไม่เพียงพอต่อการเพาะเลี้ยง อย่างไรก็ตาม ในปี 2021 ด้วยสถานการณ์น้ำที่ดีขึ้น จึงคาดการณ์ว่าปริมาณการเพาะเลี้ยงปลานิลและปลาดุกจะเพิ่มขึ้น 2.2% Y-Y ซึ่งจะทำให้ปริมาณการใช้อาหารปลาปรับตัวเพิ่มขึ้นเช่นเดียวกัน ขณะที่การเพาะเลี้ยงปลาน้ำเค็มอย่างปลากะพง เกือบทั้งหมดมาจากการเพาะเลี้ยง และถือเป็นปลาเศรษฐกิจที่มีการเพาะเลี้ยงจำนวนมากในไทย เพราะมีความต้องการบริโภคในประเทศสูง และมีราคาต่อหน่วยที่สูงกว่าปลาน้ำจืด เพราะมีเงินลงทุนและต้นทุนที่สูงกว่าปลาน้ำจืด ทำให้ปริมาณการเพาะเลี้ยงปลากะพงจะเปลี่ยนแปลงตามปริมาณความต้องการบริโภคในแต่ละช่วงเวลา โดยปริมาณการเลี้ยงปลากะพงในปี 2016 อยู่ที่ 60,000 ตัน และเพิ่มขึ้นต่อเนื่องเป็น 80,000 ตันในปี 2019 อย่างไรก็ตาม ในปี 2020 ปริมาณการเพาะเพลี้ยงปลากะพงลดลงมาอยู่ที่ 60,000 ตัน ด้วยผลกระทบของ COVID-19 ทำให้จำนวนนักท่องเที่ยวลดลง และกระทบต่อไปยังความต้องการบริโภคปลากะพงลดลง ส่วนแนวโน้มในปี 2021 สมาคมผู้เพาะเลี้ยงปลาทะเลไทยคาดปริมาณผลผลิตปลากะพงจะเพิ่มขึ้นราว 5% Y-Y และเราคาดจะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในปี 2022 ภายหลัง COVID-19 คลี่คลาย

ประเด็นการลงทุน

ประสบการณ์ยาวนาน เชี่ยวชาญทั้งการขายและผลิตในอาหารสัตว์น้ำ และสามารถเข้าถึงนวัตกรรมใหม่ ๆ

บริษัทมีประสบการณ์และความเชี่ยวชาญกว่า 20 ปี ทำให้มีความพร้อมในหลายด้านทั้งบุคลากร แหล่งเงินทุน และการเข้าถึงนวัตกรรมใหม่ๆ ด้วยการจัดตั้งทีม R&D เพื่อศึกษาวิจัยในอุตสาหกรรมสัตว์น้ำ และมีการลงทุนทำฟาร์มวิจัย 3 แห่ง โดยในปี 2019-2020 บริษัทมีค่าใช้จ่าย R&D อยู่ที่ 62.3 ลบ. และ 76 ลบ. ตามลำดับ. คิดเป็นสัดส่วนราว 1.3%-1.8% ของรายได้จากการขายรวม เพื่อใช้ในการพัฒนาความสามารถในการแข่งขัน สร้างความแตกต่างและความหลากหลายในสินค้า ทำให้สินค้าของบริษัทมีคุณภาพ มีประสิทธิผลต่ออัตราการเติบโตของสัตว์น้ำ จึงได้รับการยอมรับและความเชื่อมั่นจากลูกค้า อีกทั้งยังเป็นผู้ยกระดับอุตสาหกรรมโดยรวม ยกตัวอย่างเช่น

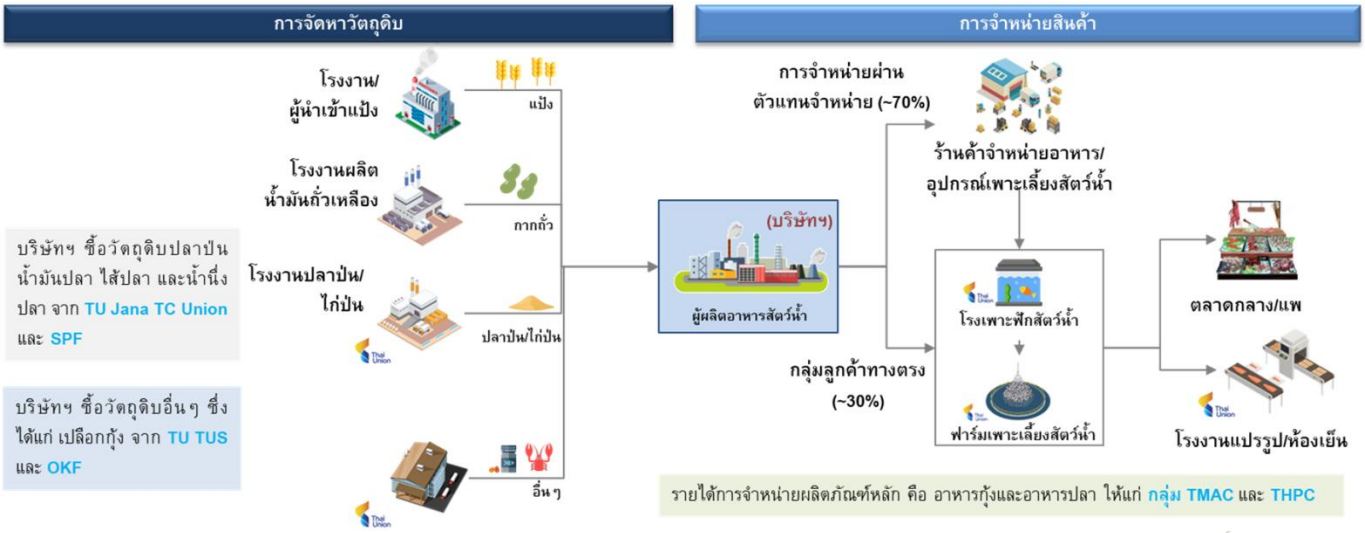
1) บริษัทถือเป็นผู้ผลิตอาหารสัตว์น้ำรายแรกๆที่เริ่มผลิตอาหารปลากะพงขาวเชิงพาณิชย์ตั้งแต่ปี 2006-2007 และยังเป็นผู้บุกเบิกการใช้อาหารเม็ดสำเร็จรูปในการเพาะเลี้ยงปลากะพง ช่วยแก้ปัญหาปริมาณเหยื่อสดที่มีจำกัด ส่งผลให้อุตสาหกรรมการเลี้ยงปลากะพงเติบโตจากปี 2007 ที่ประเทศไทยมีปริมาณผลผลิตปลากะพงอยู่ที่ 12,000 ตันต่อปี ได้ปรับตัวพิ่มขึ้นเป็น 60,000 ตันต่อปีในปี 2016 โดยมีการเลี้ยงด้วยอาหารสำเร็จรูปมากขึ้น
2) พัฒนาสูตรอาหารสัตว์น้ำโดยใช้วัตถุดิบอื่นทดแทนการใช้ปลาป่นและน้ำมันปลา ซึ่งถือเป็นวัตถุดิบสำคัญในการผลิตอาหารสัตว์น้ำ แต่ปริมาณการผลิตปลาป่นและน้ำมันปลามีแนวโน้มลดลง ส่วนหนึ่งจากปัญหาการประมงผิดกฎหมาย IUU ทำให้หลายประเทศผู้นำเข้าอาหารมีข้อกำหนดมาตรฐานในการจัดหาปลาป่น และน้ำมันปลา ในขณะที่บริษัทได้ร่วมกับบริษัทแม่ TU ในการทำวิจัยและพัฒนาสูตรผลิตอาหารสัตว์น้ำ เพื่อเพิ่มความหลากหลายของวัตถุดิบหรือแหล่งโปรตีนเอทดแทนการใช้ปลาป่น เช่น การพัฒนาอาหารกุ้ง โดยใช้ FeedKind Protein ซึ่งเป็นโปรตีนจากแบคทีเรีย ปัจจุบันยังอยู่ในขั้นตอนของการทำ R&D ยังไม่ได้มีการผลิตในเชิงพาณิชย์, การผลิตอาหารกุ้งโดยใช้โปรตีนจากพืช เช่น เคยป่น กากถั่วเหลือง ข้าวโพด และถั่วเขียวเข้มข้น เป็นต้น โดยบริษัทได้เริ่มจำหน่ายอาหารกุ้งที่ไม่มีส่วนผสมของปลาป่นตั้งแต่ปี 2014 และประสบความสำเร็จในการใช้สาหร่าย AlgaPrime DHA ทดแทนน้ำมันปลาในอาหารกุ้งทุกสูตรอาหารและได้ใช้ในปี 2020 เป็นต้นมา

นอกจากนี้ยังมีการนำระบบ Automation และหุ่นยนต์เข้ามาใช้ เพื่อช่วยเพิ่มประสิทธิภาพความแม่นยำ และลดต้นทุนของบริษัท เช่น การใช้เครื่องจักรที่ทันสมัยมีการควบคุมด้วยระบบคอมพิวเตอร์ (Automated Production Line), การใช้หุ่นยนต์ในการเคลื่อนย้าย และจัดเรียงสินค้าสำเร็จรูป, การบริหารสินค้าคงคลังโดยใช้ Application

อีกหนึ่งจุดแข็งคือการมี TU เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่

ภายหลัง IPO แล้วเสร็จ TU จะยังเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ในสัดส่วน 51% จาก 66.9% ก่อน IPO ซึ่งยังเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทตามเดิม ซึ่ง TU มีศักยภาพและมีความพร้อมในการสนับสนุนบริษัททั้งด้านแหล่งเงินทุน, ความรู้ความเชี่ยวชาญในอุตสาหกรรม เทคโนโลยี และนวัตกรรมการผลิตใหม่ๆ ถือเป็นจุดแข็งของบริษัท เพราะ TU ถือเป็นผู้นำในอุตสาหกรรมแปรรูปสัตว์น้ำรายใหญ่ของโลก ซึ่งเป็นบวกต่อบริษัททั้งในแง่การจัดหาวัตถุดิบบางอย่างที่มีเอกลักษณ์เฉพาะตัวจากบริษัทในกลุ่ม TU เช่น วัตถุดิบเปลือกกุ้ง น้ำมันปลาทูน่า และปลาป่น (เป็น By Product ของปลาทูน่า) เป็นต้น นอกจากจะช่วยให้บริษัทสามารถพัฒนาสูตรการผลิตที่แตกต่างจากผู้ผลิตรายอื่นแล้ว ยังช่วยให้บริษัทสามารถบริหารจัดการต้นทุนและมีความต่อเนื่องในการจัดหาวัตถุดิบ ทั้งนี้ราคาและเงื่อนไขการค้าระหว่างบริษัทและบริษัทในกลุ่ม TU ยังเป็นไปตามปกติของธุรกิจ และยังช่วยเอื้อประโยชน์ต่อฟาร์มเพาะเลี้ยงสัตว์น้ำที่เป็นลูกค้าของบริษัทบางรายยังเป็นผู้จัดหากุ้งให้กับ TU เช่น บูรพาฟาร์ม ทำให้สามารถตรวจสอบย้อนกลับแหล่งที่มาของวัตถุดิบที่ใช้ในการผลิตได้

ความสัมพันธ์ทางธุรกิจระหว่าง TFM กับบริษัทในกลุ่มของ TU

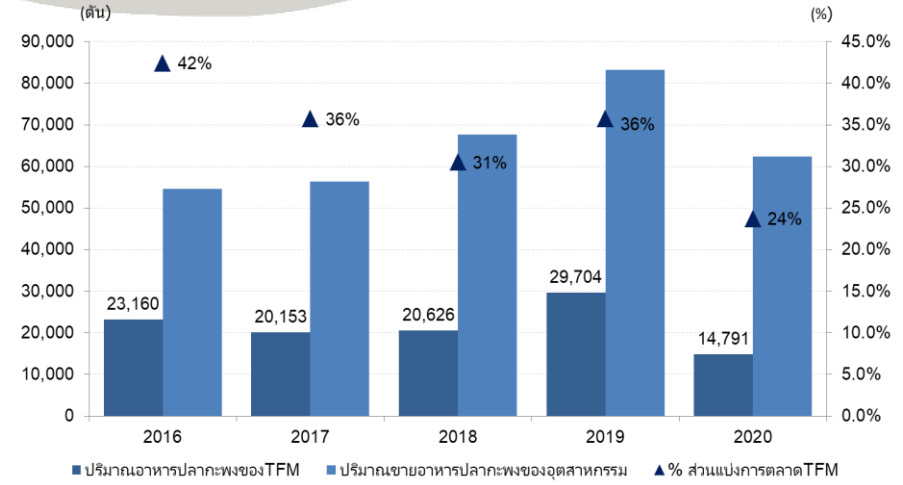


Source: Company Data

ผู้นำตลาดอาหารสัตว์น้ำ ทั้งอาหารปลากะพง และอาหารกุ้ง

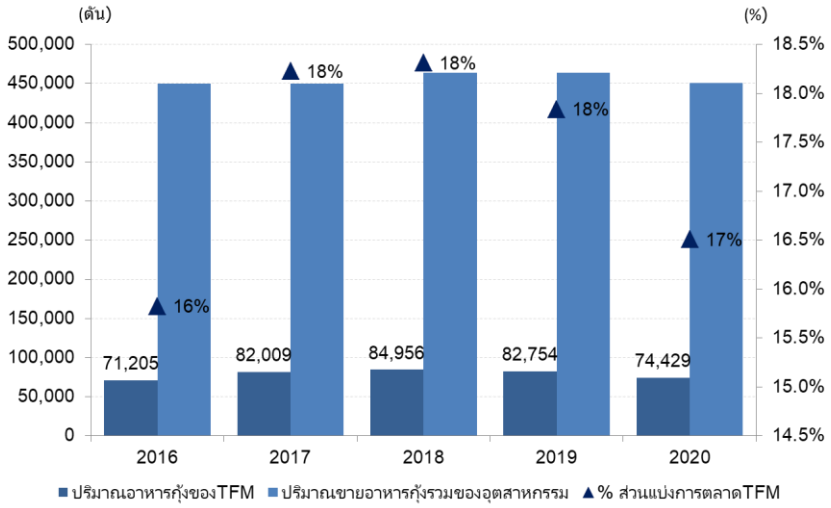
บริษัทดำเนินธุรกิจมานานกว่า 20 ปี และได้รับความไว้วางใจจากลูกค้ามาโดยตลอด โดยมีปริมาณขายเติบโตอย่างต่อเนื่อง ทำให้บริษัทถือเป็นหนึ่งในผู้นำตลาดอาหารสัตว์น้ำ โดยในปี 2020 บริษัทมีส่วนแบ่งการตลาดอาหารปลากะพง, อาหารกุ้ง และอาหารปลา 24%, 17% และ 12% ตามลำดับ ถือเป็นผู้นำในตลาดอาหารปลากะพง และตลาดอาหารกุ้ง

ปริมาณขายและส่วนแบ่งการตลาดอาหารปลากะพงของ TFM



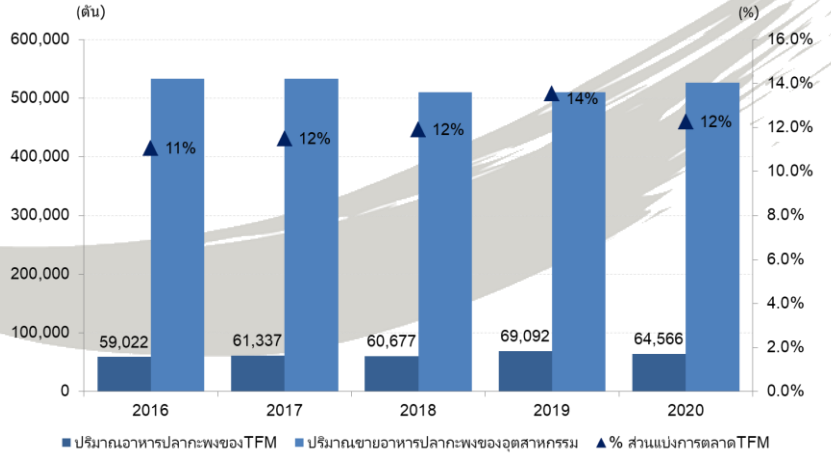
Source: Company Data, Thai Feed Mill Association

ปริมาณขายและส่วนแบ่งการตลาดอาหารกุ้งของ TFM



Source: Company Data, Thai Feed Mill Association

ปริมาณขายและส่วนแบ่งการตลาดอาหารปลาของ TFM



Source: Company Data, Thai Feed Mill Association

ปัจจุบันมีจำนวนโรงงานผลิตอาหารสัตว์ที่ขึ้นทะเบียนอยู่กับสมาคมผู้ผลิตอาหารสัตว์ไทยจำนวน 54 ราย เมื่อพิจารณาตามรายได้ในปี 2020 พบว่า TFM อยู่ในลำดับที่ 18 แต่เมื่อพิจารณารายละเอียดพบว่าผู้ประกอบการ 18 รายแรกส่วนใหญ่ทำธุรกิจแบบครบวงจร (***มีเพียง 2 รายเท่านั้น ที่ทำธุรกิจอาหารสัตว์เศรษฐกิจเพียงอย่างเดียวคือ บมจ.ไทยยูเนียน ฟีดมิลล์ หรือ TFM และบจ.เจบีเอฟ) ไม่ได้มีเพียงธุรกิจอาหารสัตว์เพียงอย่างเดียว แต่ยังทำธุรกิจเพาะพันธุ์ทั้งสัตว์บก หรือสัตว์น้ำ, เลี้ยงสัตว์ และชำแหละ บางรายทำครบจนถึงการแปรรูปและจำหน่ายให้ผู้บริโภค ทำให้มีรายได้รวมมากกว่า และอาจได้ประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาดที่มากกว่า แต่ในอีกทางหนึ่ง ก็มีความเสี่ยงมากกว่ากรณีราคาเนื้อสัตว์ปรับลดลงและอาจแย่ถึงขั้นขาดทุน รวมถึงผลการดำเนินงานจะมีความผันผวนขึ้นลงในแต่ละปีมากกว่าผู้ประกอบการอย่าง TFM ที่ทำธุรกิจอาหารสัตว์เพียงอย่างเดียว ซึ่งไม่เพียงแต่ไม่ต้องเผชิญความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาเนื้อสัตว์โดยตรงแล้ว และยังมีความยืดหยุ่นมากกว่า สามารถปรับเปลี่ยนหันไปผลิตอาหารสัตว์ประเภทอื่นที่มีธุรกิจสดใสมากกว่าได้ ดังเช่น TFM ที่มีการกระจายสินค้าอาหารสัตว์ไปทั้งสัตว์น้ำ และสัตว์บก ซึ่งหากพิจารณาในแง่ความสามารถในการทำกำไรพบว่า TFM มีอัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิมากเป็นอันดับ 2 (จากทั้งหมด 18 อันดับเฉพาะผู้ประกอบการรายใหญ่) รองจากบจ.อินเทคค์ฟีด ซึ่งเน้นธุรกิจอาหารสัตว์เศรษฐกิจ และสัตว์เลี้ยง รวมถึงมีการเข้าสู่ธุรกิจอาหารสำหรับคน และทำธุรกิจเลี้ยงสัตว์ด้วย ซึ่งต่างจาก TFM ที่เน้นอาหารสัตว์เศรษฐกิจเป็นหลัก ทำให้ TFM ไม่เคยประสบผลขาดทุนในตลอด 20 กว่าปีที่ผ่านมา และมีความผันผวนของกำไรต่ำกว่าธุรกิจเลี้ยงสัตว์

บริษัทที่ขึ้นทะเบียนกับสมาคมผู้ผลิตอาหารสัตว์ 54 รายในไทย (เรียงตามรายได้ปี 2020)

บริษัท	ปีก่อตั้ง	รายได้ปี 2020 (ล้านบาท)	กำไรสุทธิ 2020 (ล้านบาท)	อัตรากำไรขั้นต้น (%)	อัตรากำไรสุทธิ (%)
1.บมจ.ซีพีเอฟ (ประเทศไทย)	2012	128,328	5,036	10.2	3.9
2.บมจ.เบทาโกร	1996	39,992	819	7.4	2.0
3.บมจ.เจริญโภคภัณฑ์อาหาร	1994	27,154	8,723	16.0	nm
4.คาร์กิลล์มีทส์ (ไทยแลนด์)	1989	22,296	476	8.8	2.1
5.บมจ.กรุงเทพโปรดิ้วส์	1994	20,093	141	4.0	0.7
6.บจ.ไทยฟู้ดส์ อาหารสัตว์	2005	17,391	807	6.1	4.6
7.บจ.เอส พี เอ็ม อาหารสัตว์	1990	9,382	1,030	11.8	11.0
8.บจ.แหลมทองเกษตรภัณฑ์	1978	8,560	135	3.2	1.6
9.บจ.คาร์กิลล์สยาม	1980	8,481	250	15.2	2.9
10.บมจ.กรุงไทยอาหาร	1994	7,784	290	9.5	3.7
11.บจ.อินเทคค์ ฟีด	1999	6,553	862	18.4	13.2
12.บจ.ซันฟีด	1988	6,122	-117	2.7	nm
13.บจ.แหลมทองสหการ	1973	5,922	510	14.1	8.6
14.บจ.พนัส ฟีดมิลล์	2011	5,259	527	11.7	10.0
15.บจ.เจบีเอฟ***	2006	5,158	2,143	6.4	nm
16.บจ.บางกอกแร้นช์	2013	4,623	-85	14.6	nm
17.บจ.ไทสัน ฟีด ไทยแลนด์	1990	4,281	264	5.9	6.2
18.บมจ.ไทยยูเนี่ยน ฟีดมิลล์* **	**2000**	**4,183**	**414**	**16.6**	**9.9**
19.บจ.เอพีเอ็ม อะโกร	2011	3,915	555	15.1	14.2
20.บจ.ท็อป ฟีด มิลล์	1989	3,809	-68	2.9	nm
21.บจ.วี.ซี.เอฟ กรุ๊ป	1999	3,494	109	10.3	3.1
22.บจ.ผลิตภัณฑ์อาหารเซ็นทรัล	1972	3,356	85	7.4	2.5
23.บจ.ทีเอฟเอ็มเอส	1988	3,180	16	1.6	0.5
24.บจ.โกรเบสท์คอร์โพเรชั่น	1988	3,165	177	19.1	5.6
25.บจ.หนองบัว ฟีด มิลล์	2006	2,517	12	1.6	0.5
26.บจ.ทีเอฟเอ็มเอส (สระบุรี)	1990	2,285	5	nm	0.2
27.บจ.อาร์ที อะกริเทค	2007	2,271	90	8.0	4.0
28.บจ.วีพีเอฟ กรุ๊ป (1973)	1996	2,246	67	21.4	3.0
29.บจ.พนัสโภคภัณฑ์	2016	2,235	-32	1.9	nm
30.บจ.กาญจนาอาหารสัตว์	1993	2,183	3	1.6	0.2
31.บจ.ยูไนเต็ด ฟีดมิลล์	1989	2,119	111	7.8	5.3
32.บจ.เกษมชัยฟาร์มอาหารสัตว์	2016	2,092	-63	1.2	nm
33.บจ.ก้าวหน้าอุตสาหกรรมอาหารสัตว์	1996	1,998	21	3.7	1.1
34.บจ.ฟาร์มจงเจริญ	2012	1,939	99	8.2	5.1
35.บจ.เหรียญทอง ฟีด (1992)	1992	1,769	-1	1.7	0.0
36.บจ.ทีอาร์เอฟ ฟีดมิลล์	2011	1,572	105	16.0	6.7
37.บจ.แสงทองอาหารสัตว์	2014	1,547	18	1.8	1.2
38.บจ.ลีพัฒนาอาหารสัตว์	1984	1,512	38	8.9	2.5
39.บมจ.ลีพัฒนาผลิตภัณฑ์	1994	1,432	179	18.5	12.5
40.บจ.ไทยลักซ์เอ็นเตอร์ไพร์ส	2018	1,413	19	6.1	1.4
41.บจ.เอเชียน ฟีด	1988	1,378	32	5.8	2.3
42.บจ.อินเว (ประเทศไทย)	1996	1,091	65	16.6	6.0
43.บจ.มิตรภาพอาหารสัตว์	1990	962	2	5.9	0.2
44.บจ.ยูนีโกร อินเตอร์เนชั่นแนล	1984	947	7	4.5	0.8
45.บจ.อีสเทิร์น ฟีดมิลล์	1985	801	-28	nm	nm
46.บจ.ยู่สูง	1988	728	1	8.4	0.1
47.บจ.ป.เจริญพันธ์อาหารสัตว์	1975	656	47	15.5	7.2
48.บจ.เบทาโกร โฮลดิ้ง	1967	490	487	nm	nm
49.บจ.ฟีดสเปเชียลตี้	1981	224	21	25.0	9.3
50.บจ.เฮกซ่าแคลไซเนชั่น	1989	195	20	11.8	10.5
51.บจ.โกลด์ คอยน์ สเปเชียลิตี้ส์	1996	191	-42	10.4	nm
52.บจ.บูญพิศาล	1995	133	2	5.9	1.2
53.บจ.ชัยภูมิฟาร์มผลิตภัณฑ์การเกษตร	1996	73	2	4.6	2.9
54.บจ.แหลมทองอะควอเทค	1987	31	23	0.1	nm

Source: Thai Feed Mill Association, Datawarehouse, FSS Research

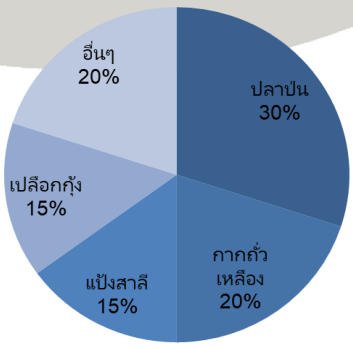
อาหารสัตว์เป็นสินค้าควบคุม แต่บริษัทยังรักษาระดับอัตรากำไรไว้ได้ดี

เนื่องด้วยอาหารสัตว์เศรษฐกิจถือเป็นสินค้าควบคุมอยู่ภายใต้ 1) พรบ.ควบคุมคุณภาพอาหารสัตว์ พ.ศ. 2558 โดยควบคุมทั้งการผลิต การนำเข้า และการขาย 2) กฎหมายเกี่ยวกับการนำเข้าข้าวสาลีเพื่อผลิตอาหารสัตว์ โดยจะได้รับอนุญาตให้นำเข้าเฉพาะที่จำเป็นต่อการผลิตอาหารกุ้งเท่านั้น และกำหนดให้ใช้แป้งสาลีไม่เกินกว่า 20% เป็นส่วนผสมของอาหารกุ้ง และ 3) อาหารสัตว์ถือเป็นสินค้าที่ควบคุมราคาอยู่ภายใต้การดูแลของกรมการค้าภายใน กระทรวงพาณิชย์ ตามประกาศคณะกรรมการกลางว่าด้วยราคาสินค้าและบริการ ซึ่งจะมีการกำหนดราคาเพดานตามประกาศ (Price List) ทั้งนี้ในแง่ของราคาซื้อขายจริง บริษัทสามารปรับเปลี่ยนได้ตามต้นทุนการผลิตและการแข่งขัน ซึ่งมักจะเห็นอยู่ในรูปส่วนลดการขาย หรือการส่งเสริมการขาย แต่ต้องไม่เกินราคาเพดานที่กำหนด โดยพิจารณาจาก 1. ราคาซื้อขายอาหารสัตว์ที่ประกาศโดยกระทรวงพาณิชย์ 2. สภาวะการแข่งขันในแต่ละพื้นที่ 3. ราคาจำหน่ายผลิตภัณฑ์อาหารสัตว์ที่มีคุณภาพใกล้เคียงกันของผู้จำหน่ายรายอื่น 4. ปริมาณการซื้อ และอำนาจการต่อรองของผู้ซื้อแต่ละราย และ 5. ต้นทุนขายและอัตรากำไรขั้นต้นที่คาดว่าจะได้รับ

อย่างไรก็ตาม ที่ผ่านมาไม่เคยมีสถานการณ์ที่ต้นทุนการผลิตสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ จนต้องขอปรับขึ้นราคาขายสูงเกินกว่าราคาควบคุม ส่วนหนึ่งเรามองว่ามาจากการแข่งขันในอุตสาหกรรม ซึ่งมีการแข่งขันด้านราคาระดับหนึ่ง, ผู้ผลิตส่วนใหญ่เป็นผู้ประกอบการขนาดใหญ่ มีความได้เปรียบในเรื่องของการประหยัดต่อขนาด และมีความสามารถในการปรับสูตรอาหารสัตว์ หากเผชิญภาวะวัตถุดิบชนิดใดปรับตัวสูงขึ้น ผู้ประกอบการจะเลือกการปรับสูตรหรือปรับปรุงต้นทุนของบริษัทก่อน ส่วนการปรับขึ้นราคาน่าจะเป็นทางเลือกสุดท้าย เพราะอาจทำให้สูญเสียส่วนแบ่งการตลาดได้

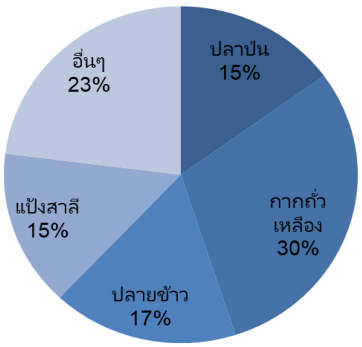
การผลิตอาหารสัตว์แต่ละชนิดจะมีการใช้สัดส่วนวัตถุดิบแต่ละประเภทที่แตกต่างกัน ทั้งนี้ด้วยสัดส่วนรายได้หลักของบริษัทมาจากอาหารสัตว์น้ำเป็นหลัก โดยมีวัตถุดิบหลัก ประกอบด้วย กากถั่วเหลือง ปลาป่น/ไก่ป่น และแป้งสาลี รวมคิดเป็นสัดส่วนมากกว่า 65% ของต้นทุนวัตถุดิบ ขณะที่โดยทั่วไปในการผลิตอาหารสัตว์บกจะมีวัตถุดิบหลักคือข้าวโพดและกากถั่วเหลือง และอีก 35% ของต้นทุนวัตถุดิบจะเป็นกลุ่มวิตามิน แร่ธาตุ สารเสริมคุณภาพอาหาร และบรรจุภัณฑ์ เป็นต้น

วัตถุดิบในอาหารกุ้งของตลาด (โดยประมาณ)



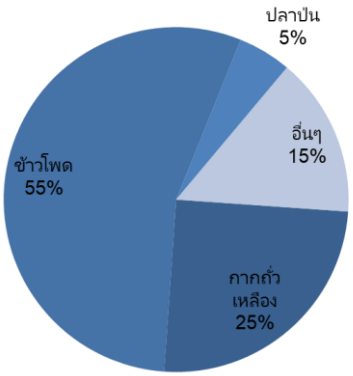
Source: Thai Feed Mill Association, Rakbankerd.com

วัตถุดิบในอาหารปลาของตลาด (โดยประมาณ)



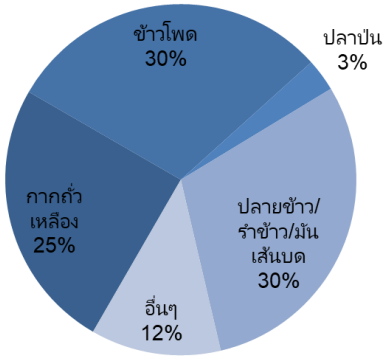
Source: Thai Feed Mill Association, Rakbankerd.com

วัตถุดิบในอาหารไก่เนื้อของตลาด (โดยประมาณ)



Source: Thai Feed Mill Association, Rakbankerd.com

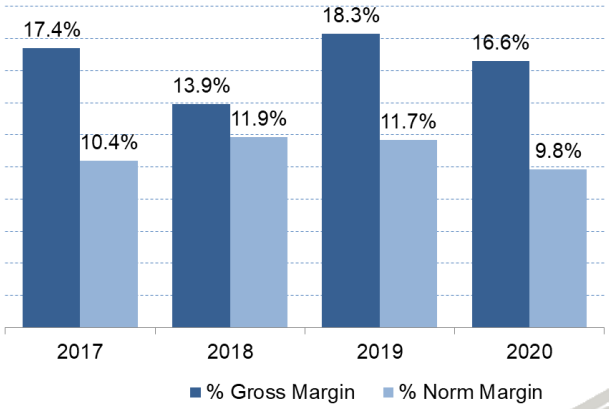
วัตถุดิบในอาหารสุกรของตลาด (โดยประมาณ)



Source: Thai Feed Mill Association, Rakbankerd.com

จะเห็นว่าวัตถุดิบหลักอย่าง ปลาป่น กากถั่วเหลือง และแป้งสาลี ล้วนเป็นสินค้าเกษตรที่มีราคาตลาดโลกเป็นราคาอ้างอิง โดยเฉพาะกากถั่วเหลือง และแป้งสาลี แม้ในไทยจะมีการผลิตกากถั่วเหลือง และแป้งสาลีได้เอง ซึ่งบริษัทมีการจัดหาวัตถุดิบจากในประเทศในสัดส่วน 80% ของมูลค่าซื้อวัตถุดิบ แต่ไทยยังต้องมีการนำเข้าวัตถุดิบต้นน้ำทั้งเมล็ดถั่วเหลือง และข้าวสาลีหรือแป้งสาลีเป็นหลัก เพราะในไทยปลูกได้เองค่อนข้างน้อย จากสภาพอากาศที่ไม่เอื้อต่อการปลูก ทำให้ต้นทุนวัตถุดิบของบริษัทมีความผันผวนตามราคาอ้างอิงตลาดโลก แต่ที่ผ่านมาถือว่าบริษัทบริหารจัดการได้ดีมาก สามารถรักษาความสามารถอัตรากำไรขั้นต้นในช่วงปี 2017-2020 อยู่ในกรอบ 15%-17% และมีอัตรากำไรสุทธิ (ไม่รวมรายการ Non-recurring) อยู่ที่ 10%-12%

อัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรปกติของ TFM ในอดีต



Source: Company Data

มีพันธมิตรที่แข็งแกร่งในต่างประเทศ นั่นคือ AVANTI

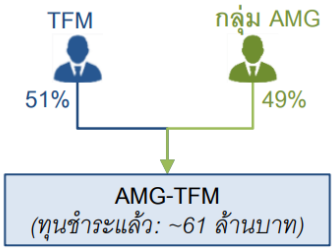
การมีพันธมิตรที่แข็งแกร่งอย่าง AVANTI ซึ่งเป็นผู้ผลิตอาหารกุ้งรายใหญ่ของอินเดีย และยังถือเป็นหนึ่งในบริษัทที่ใหญ่ที่สุดใน 500 อันดับแรกของอินเดียในปี 2020 ซึ่งจดทะเบียนใน National Stock Exchange of India (NSE) และ Bombay Stock Exchange (BSE) ทำให้บริษัทได้มีโอกาสรับรู้ประโยชน์จากผลการดำเนินในต่างประเทศที่มีแนวโน้มการเติบโตสูง โดยบริษัทได้เข้าทำสัญญาความร่วมมือทางเทคนิคฯ ให้ AVANTI มีสิทธิใช้ชื่อทางการค้า และสูตรผลิตสินค้าของบริษัทตั้งแต่ปี 2003 ซึ่ง AVANTI มียอดจำหน่ายอาหารกุ้งภายใต้ชื่อการค้าดังกล่าวเติบโตต่อเนื่องจาก 3,056 ตันในปี 2003 เป็น 450,580 ตันในปี 2020 คิดเป็นอัตราการเติบโต 34.1% ต่อปี และล่าสุดในงวด 1H21 มียอดขายอยู่ที่ 299,467 ตัน เพิ่มขึ้นจาก 222,988 ตันใน 1H20 โดย AVANTI ต้องจ่ายค่าใช้สิทธิให้กับบริษัทตามปริมาณการขาย ซึ่งบริษัทรับรู้รายได้ดังกล่าวราว 38-59 ลบ.ในปี 2018-2020 และ 26 ลบ.ใน 1H21 โดยบริษัทไม่มีต้นทุนจากการขายดังกล่าว ถือเป็นปัจจัยที่เข้ามาช่วยเสริมผลการดำเนินงานให้แข็งแกร่งมากขึ้น

ขยายการลงทุนไปในปากีสถาน และเริ่มรับรู้รายได้และกำไรตั้งแต่ 2Q21 ที่ผ่านมา

บริษัทมีแผนนำเงินที่ได้รับจาก IPO ไปใช้ในวัตถุประสงค์ดังนี้ 1) การลงทุนขยายธุรกิจในต่างประเทศคือ อินโดนีเซีย 2) ชำระคืนเงินกู้ยืมสถาบันการเงิน และ 3) เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินงาน สำหรับการลงทุนในปากีสถาน บริษัทได้เข้าร่วมทุนกับพันธมิตรท้องถิ่นจัดตั้งบริษัท AMG-TFM ทำธุรกิจผลิตและจำหน่ายอาหารปลาในปากีสถาน เนื่องจากมองเห็นแนวโน้มการเติบโตที่ดีในอนาคต จากปัจจุบันที่ยังมีผลผลิตสัตว์น้ำในระดับที่ไม่สูงมาก อีกทั้งยังมีการเลี้ยงในเชิงอุตสาหกรรมด้วยอาหารเม็ดจำนวนไม่มาก โดยบริษัทร่วมทุนมีกำลังการผลิตอยู่ที่ราว 7,000 ตันต่อปี ใช้เงินลงทุนราว 69 ลบ. และได้ผลิตเชิงพาณิชย์ รวมถึงเริ่มรับรู้รายได้และกำไรตั้งแต่ 2Q21 ที่ผ่านมา เราคาดว่าจะมีอัตราการใช้กำลังการผลิตในปี 2021 ราว 80% และจะใช้จนเต็มกำลังการผลิตในปี 2022 เชื่อว่าหลังจากนั้นบริษัทอาจพิจารณาแผนขยายกำลังการผลิตต่อเนื่องในอนาคต เพราะยังมีช่องว่างให้เติบโตได้อีกมาก

การลงทุนในธุรกิจผลิตและจำหน่ายอาหารปลาในปากีสถานผ่าน AMG-TFM

โครงสร้างการถือหุ้น



- **ธุรกิจหลัก**: ผลิตและจำหน่ายอาหารปลา
- **มูลค่าโครงการอาหารปลา**: 340.0 ล้านรูปี ปากีสถาน (~69 ล้านบาท)
- **กำลังการผลิตอาหารปลา**: 7,000 ตันต่อปี
- **เริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์**: เม.ย. 2564

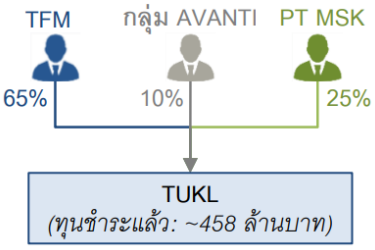
Source: FSS Research

อยู่ระหว่างขยายธุรกิจเข้าไปในอินโดนีเซีย จะเริ่ม Test Run ตั้งแต่ 4Q21

สำหรับแผนการขยายธุรกิจในอินโดนีเซีย บริษัทได้เข้าร่วมทุนถือหุ้นใน TUKL สัดส่วน 65% ด้วยเงินลงทุน 302 ลบ. และปัจจุบันอยู่ระหว่างก่อสร้างโรงงานผลิตอาหารกุ้งกำลังการผลิต 36,000 ตันต่อปี มีแผนใช้เงินลงทุนราว 664 ลบ. คาดจะเริ่มผลิตเชิงพาณิชย์และเริ่มรับรู้รายได้ตั้งแต่ 4Q21 เป็นต้นไป เราคาดปี 2022 จะมีอัตราการใช้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้นอยู่ที่ 50% และเพิ่มเป็น 90% ในปี 2023 และมีแผนถัดไปคือ ขยายสายการผลิตอาหารสัตว์น้ำภายในปี 2023 โดยจะเพิ่มอีก 2 สายการผลิต และทำให้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้นอีกเท่าตัวรวมเป็น 72,000 ตันต่อปี คาดใช้เงินลงทุนอีกไม่เกิน 250 ลบ

การลงทุนในธุรกิจผลิตและจำหน่ายอาหารสัตว์น้ำในอินโดนีเซียผ่าน TUKL

โครงสร้างการถือหุ้น



- **ธุรกิจหลัก**: ผลิตและจำหน่ายอาหารกุ้งในช่วงเริ่มแรก และขยายกำลังการผลิตอาหารสัตว์น้ำเพิ่มเติมภายในปี 2566
- **มูลค่าโครงการอาหารกุ้ง**: 299,920 ล้านรูเปีย (~664 ล้านบาท)
- **กำลังการผลิตอาหารกุ้ง**: 36,000 ตันต่อปี
- **เริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์**: ภายในปี 2564

Source: Company Data

อุตสาหกรรมเพาะเลี้ยงสัตว์น้ำในอินโดนีเซียมีแนวโน้มการเติบโตที่ดี โดยเฉพาะกุ้งขาวที่เป็นสัตว์น้ำส่งออกสำคัญของอินโดนีเซีย โดยมีอัตราการเติบโตในช่วงปี 2016-2020 มากกว่า 15% และทำให้อินโดนีเซียกลายเป็นผู้ส่งออกกุ้งมากเป็นอันดับ 3 ของโลกรองจากอินเดีย และเอกวาดอร์ โดยในปี 2020 อินโดนีเซียมีปริมาณผลผลิตกุ้งรวมเท่ากับ 506,027 ตัน แบ่งเป็นการส่งออก 55% และอีก 45% เป็นการบริโภคในประเทศ ขณะที่มีความต้องการใช้อาหารกุ้งในปี 2020 ราว 500,000 ตัน ใกล้เคียงกับความต้องการใช้อาหารกุ้งของไทยในปี 2021 ที่มีการคาดการณ์ไว้ที่ 496,000 ตัน อีกทั้งรัฐบาลอินโดนีเซียยังส่งเสริมและให้สิทธิพิเศษกับนักลงทุนในการเข้ามาทำธุรกิจในอุตสาหกรรมเพาะเลี้ยงสัตว์น้ำ ผลิตอาหารสัตว์น้ำ และการแปรรูปสัตว์น้ำ

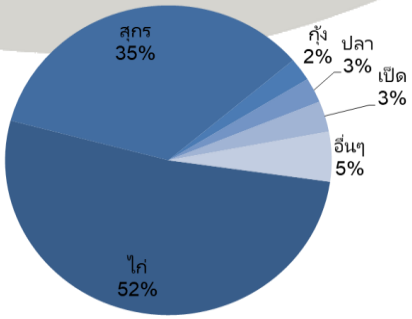
ผลการดำเนินงานในอดีต และคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

ช่วงปี 2018-2020 มีผลการดำเนินงานทรงตัวได้ดี

ผลการดำเนินงานในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาถือว่าค่อนข้างมีเสถียรภาพและมีกำไรสม่ำเสมอ โดยมีรายได้ทรงตัวอยู่ในกรอบ 4,200-4,800 ลบ. แม้การเติบโตจะไม่หวือหวา แต่ยังสามารถรักษาส่วนแบ่งการตลาดได้ดี โดยมีปริมาณขายรวมเติบโตเฉลี่ย CAGR 5.6% จาก 145,884 ตันในปี 2018 เป็น 163,355 ตันในปี 2020 มีอัตราการเติบโตสูงกว่าปริมาณการใช้อาหารสัตว์ของไทยในช่วงเวลาเดียวกันที่เพิ่มขึ้นเพียง CAGR 0.8% ทั้งนี้สัดส่วนปริมาณการใช้อาหารสัตว์บกในไทยมากที่สุดคือไก่ 52% รองมาคือ สุกร 35% ส่วนกุ้งและปลามีสัดส่วนรวมกันราว 5% โดยในช่วงปี 2018-2020 ปริมาณการใช้อาหารกุ้งของอุตสาหกรรมลดลงราว CAGR -5.1% มาจากทั้งผลกระทบ COVID-19, ค่าเงินบาทแข็งค่า และการแข่งขันของตลาดส่งออกที่สูงขึ้น ขณะที่ปริมาณการใช้อาหารปลาของอุตสาหกรรมยังเติบโตได้ราว CAGR 1.9% แต่ปริมาณขายอาหารปลาของบริษัทยังเติบโตได้มากกว่าอยู่ที่ CAGR 3.2% และบริษัทได้เริ่มขายอาหารสัตว์บกในปี 2018 และมีการเติบโตอย่างชัดเจนในปี 2019 และมีสัดส่วนรายได้อยู่ที่ 4.2% และขยับขึ้นเป็น 7.5% ในปี 2020 ควบคู่กับการรักษาอัตรากำไรขั้นต้นรวมทรงตัวอยู่ในระดับสูงกรอบ 15%-17% มาจากราคาขายที่ยังทรงตัวดี และบริหารต้นทุนวัตถุดิบได้ดีต่อเนื่อง

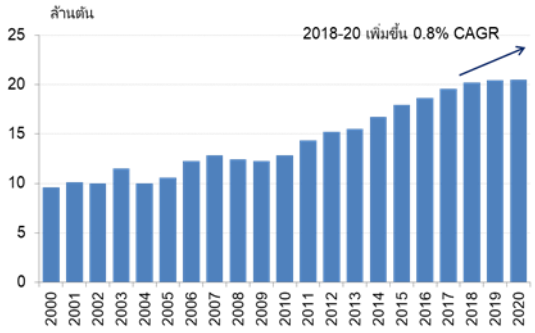
ทั้งนี้หากพิจารณาในแง่กำไรสุทธิ (เฉพาะส่วนที่เป็นของผู้ถือหุ้นใหญ่) ปี 2018-2020 พบว่าอยู่ที่ 407 ลบ. / 841 ลบ. / 412 ลบ. ตามลำดับ ส่วนใหญ่มาจากรายการพิเศษที่เกิดจากการปรับโครงสร้างธุรกิจได้แก่ ปี 2018 มีผลขาดทุนจากการจำหน่ายเงินลงทุน TMAC 116.9 ลบ. และปี 2019 มีกำไรจากการจำหน่ายที่ดินที่ไม่ใช่สินทรัพย์หลักในการดำเนินงาน 271 ลบ. ดังนั้นหากไม่รวมรายการพิเศษดังกล่าว พบว่าบริษัทมีกำไรสุทธิ (เฉพาะส่วนที่เป็นของผู้ถือหุ้นใหญ่) ปี 2018-2020 เท่ากับ 523 ลบ. / 620 ลบ. / 412 ลบ. ตามลำดับ และมีอัตรากำไรสุทธิทรงตัวอยู่ในระดับสูงที่ 10%-12% ส่วนสาเหตุที่กำไรปี 2020 อ่อนตัวลงจากปี 2019 เป็นผลมาจาก COVID-19 เป็นหลัก

สัดส่วนการใช้อาหารสัตว์แต่ละชนิดของไทย



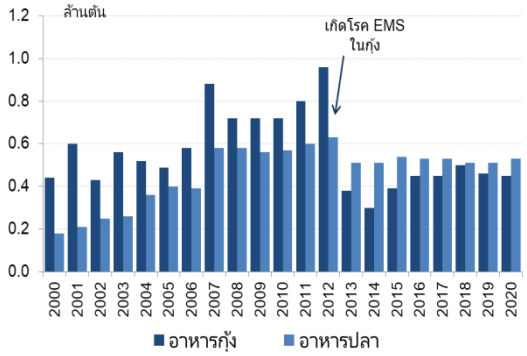
Source: Thai Feed Mill Association

ปริมาณการใช้อาหารสัตว์รวมของไทย



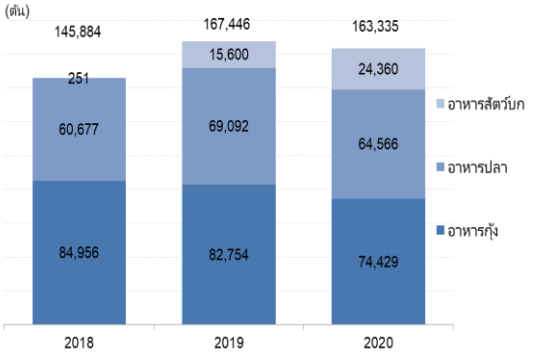
Source: Thai Feed Mill Association

ปริมาณการใช้อาหารกุ้งและปลาของไทย



Source: Thai Feed Mill Association

ปริมาณขายอาหารสัตว์ของ TFM



Source: Company Data

ปี 2021 คาดกำไรสะดุดชั่วคราว จากปัญหา COVID-19 กอปรกับราคาวัตถุดิบสูงขึ้น

บริษัทมีกำไรสุทธิ 1H21 เท่ากับ 110 ลบ. (-47.3% Y-Y) สาเหตุหลักมาจากต้นทุนต่อหน่วยที่ปรับขึ้นราว 8% จากราคาวัตถุดิบในอุตสาหกรรมโดยเฉลี่ยที่ปรับตัวขึ้นทั้งปลาป่น +13.6% Y-Y แป้งสาลี +12% Y-Y และโดยเฉพาะกากถั่วเหลืองที่ปรับขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ +38.4% Y-Y ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นลดลงมาอยู่ที่ 10.2% จาก 17.5% ใน 1H20 อย่างไรก็ตาม สิ่งที่ดีคือ รายได้กลับมาโต 20.8% Y-Y จากการเติบโตของปริมาณขายรวม +19.3% Y-Y ฟื้นตัวในทุกกลุ่มสินค้าทั้งอาหารกุ้ง +14.1% Y-Y, อาหารปลา +15.9% Y-Y และอาหารสัตว์บก +17.6% Y-Y กอปรกับราคาขายโดยเฉลี่ยปรับขึ้น ราคาขายอาหารกุ้ง +5% Y-Y, ราคาขายอาหารสัตว์บก +8.9% Y-Y ปรับขึ้นตามต้นทุนวัตถุดิบ

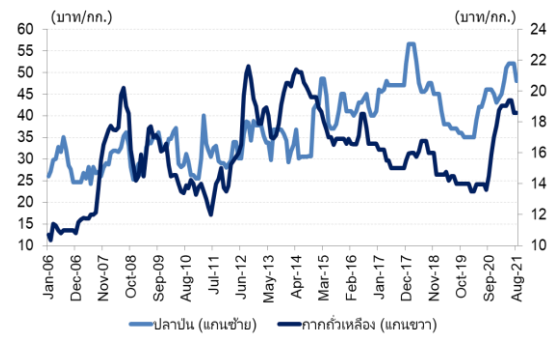
เราคาดกำไรในช่วง 2H21 จะฟื้นตัวดีขึ้นจาก 1H21 โดยคาดปริมาณขายจะทยอยฟื้นตัวต่อเนื่อง ตามการกลับมาเพาะเลี้ยงสัตว์น้ำ และสัตว์บกมากขึ้น ภายหลังกิจกรรมทางเศรษฐกิจในประเทศกลับมาดีขึ้น จากมาตรการล็อกดาวน์ที่ผ่อนคลาย กอปรกับคาดหวังการฟื้นตัวของตลาดส่งออกกุ้ง จากการฟื้นตัวของประเทศลูกค้าทั้งสหรัฐและยุโรปที่มีความคืบหน้าการฉีดวัคซีนไปได้มาก และคาดอัตรากำไรขั้นต้นจะทรงตัวถึงปรับขึ้นได้ โดยเริ่มเห็นแนวโน้มราคาวัตถุดิบทั้งกากถั่วเหลือง และข้าวสาลีในตลาดโลกปรับลง ดังนั้นจึงคาดกำไรปกติปี 2021 ไว้ที่ 225 ลบ. (-45.4% Y-Y)

1H21 Earnings Result

(Bt□mn)	2Q21	1Q21	%Q-Q	2Q20	%Y-Y	1H21	1H20	% Y-Y
Sales revenue	1,381	957	44.3	939	47.1	2,337	1,935	20.8
Total sales volume (ton)	50,057	38,713	29.3	37,691	32.8	90,770	76,089	19.3
- Shrimp feed volume (ton)	23,334	15,004	55.5	17,056	36.8	38,338	33,612	14.1
- Fish feed volume (ton)	17,439	16,287	7.1	13,790	26.5	33,726	29,095	15.9
- Animal feed volume (ton)	8,293	7,442	11.4	6,845	21.2	15,735	13,383	17.6
- Pakistan feed volume (ton)	2,985	--	--	--	--	2,985	5	nm
Costs	1,251	849	47.3	792	58.0	2,099	1,597	31.4
Gross profit	130	107	21.5	146	-11.0	238	338	-29.6
SG&A costs	97	76	27.6	69	40.6	173	144	20.1
Net profit	48	54	-11.1	93	-48.4	103	203	-49.3
Norm profit	48	62	-22.6	82	-41.5	110	209	-47.4
Gross margin %	9.4	11.2	-1.8	15.6	-6.2	10.2	17.5	-7.3
SG&A as % of Sales	7.0	7.9	-0.9	7.4	-0.4	7.4	7.4	0.0
Norm margin %	3.5	6.4	-2.9	8.7	-5.2	4.7	10.8	-6.1

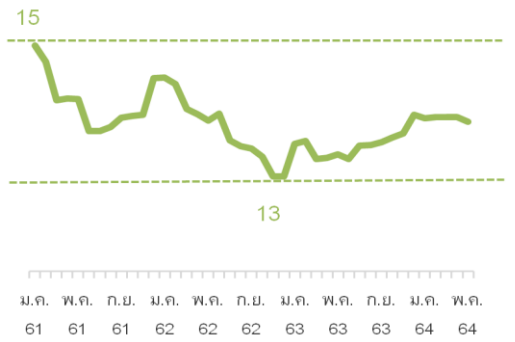
Source: Company Data

ราคาปลาป่น และกากถั่วเหลืองในประเทศ



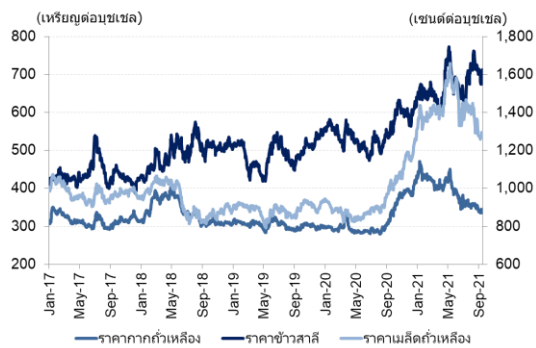
Source: Thai Feed Mill Association, FSS Research

ราคาแป้งสาลีในประเทศ (บาท/กก.)



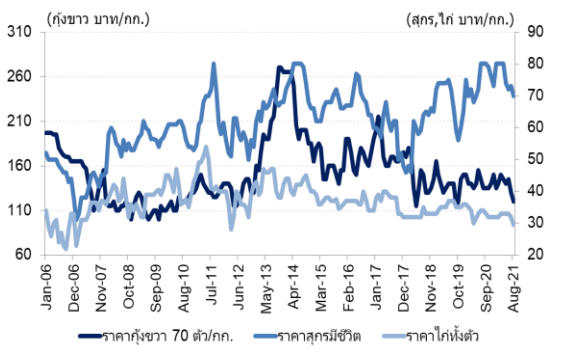
Source: Company Filing

ราคาวัตถุดิบตลาดโลก



Source: Bloomberg

ราคาเนื้อสัตว์กุ้ง, สุกร และไก่ ในประเทศ



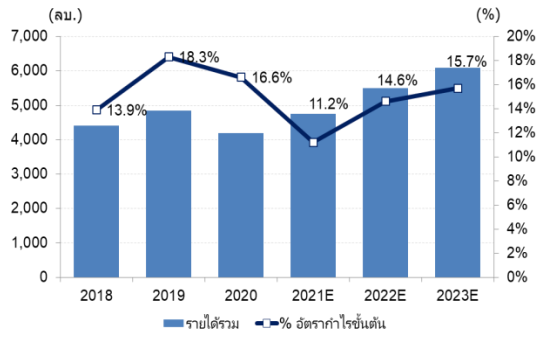
Source: OAE, FSS Research

คาดกำไรจะกลับมาฟื้นตัวดีในปี 2022 และต่างประเทศจะช่วยหนุนการเติบโตใน 3 ปีข้างหน้า

เรามองกำลังจะผ่านกำไรต่ำสุดในปี 2021 และคาดกำไรปกติปี 2022 จะกลับมาโตเด่นอีกครั้ง +109.9% Y-Y เป็น 472 ลบ. ส่วนหนึ่งมาจากฐานที่ต่ำมากในปีก่อน จะเห็นว่ายังเป็นประมาณการที่ค่อนข้าง Conservative เพราะเป็นระดับกำไรที่กลับมาเท่ากับที่เคยทำได้ในปี 2020 ซึ่งเริ่มถูกกระทบจาก COVID-19 แล้ว และคาดกำไรปกติปี 2023 จะโตต่อเนื่อง +22.2% Y-Y เป็น 577 ลบ. คิดเป็นอัตราการเติบโตของกำไรในช่วง 3 ปีนี้ราว CAGR 36.9% โดยมีปัจจัยหนุนการเติบโตดังนี้

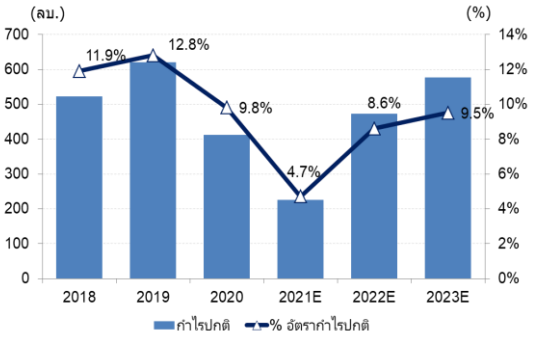
1. คาดปริมาณขายอาหารสัตว์ในประเทศจะกลับมาฟื้นตัว หลัง COVID-19 คลี่คลาย และทำให้มีปริมาณการเพาะเลี้ยงกลับมาสดใสมากขึ้น ตามการบริโภคที่จะฟื้นตัวทั้งในประเทศ และการส่งออกกุ้ง
2. เริ่มรับรู้รายได้จากการขายอาหารกุ้งที่อินโดนีเซีย โดยคาดปี 2022-23 จะมีอัตราการใช้กำลังการผลิตราว 50% และ 90% หรือมีปริมาณขายราว 18,000 ตัน และเพิ่มเป็น 32,400 ตัน ตามลำดับ
3. รับรู้รายได้จากการอาหารปลาในปากีสถานได้เต็มปี หลังจากที่เริ่มรับรู้ตั้งแต่ 2Q21 ที่ผ่านมา โดยคาดจะมีปริมาณขายในปี 2022 ราว 7,000 ตัน +25% Y-Y ถือเป็นการใช้เต็มกำลังการผลิต และคาดว่าบริษัทร่วมทุน AMG-TFM จะมีการขยายกำลังการผลิตเพิ่มต่อเนื่อง เพราะฐานยังต่ำ และยังมีโอกาสการเติบโตได้อีกมาก
4. มองราคาวัตถุดิบผ่านจุดสูงสุดแล้วในปี 2021 หลังเริ่มเห็นราคาทยอยปรับลงในเดือน ส.ค.-ก.ย. 21 โดยเฉพาะภาวะถั่วเหลืองโลกที่กำลังจะเข้าสู่สมดุลครั้งแรกในรอบ 2 ปี จากปริมาณผลผลิตที่จะเพิ่มขึ้นตามสภาพอากาศที่ดีขึ้น กอปรกับจีนเริ่มชะลอการซื้อทั้งถั่วเหลืองและข้าวสาลี หลังเร่งซื้อไปมากในช่วง 2H20-2021 สาเหตุหนึ่งมาจากการเร่งเลี้ยงสุกรมาชดเชยผลผลิตที่เสียหายจาก ASF ในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา และล่าสุดราคาสุกรในจีนได้ปรับลดลงอย่างมีนัยสำคัญเหลือเพียง 14-16 หยวนต่อกก. จากต้นปี 2021 ที่สูงระดับ 30-35 หยวนต่อกก. สะท้อนถึงปริมาณผลผลิตที่เพิ่มขึ้นอย่างเพียงพอ และสุดท้ายคาดค่าระวางเรือเทกองและเรือตู้คอนเทนเนอร์น่าจะเริ่มอ่อนตัวลงในปี 2022 ช่วยลดแรงกดดันด้านต้นทุนค่าขนส่งที่แฝงอยู่ในราคาวัตถุดิบ
5. จึงคาดรายได้รวมในปี 2022-23 จะเติบโต 15.8% Y-Y และ 10.9% Y-Y ตามลำดับ โดยมาจากการเพิ่มขึ้นของปริมาณขายเป็นหลัก และคาดอัตรากำไรขั้นต้นจะกลับมาฟื้นตัวเป็น 14.6% และ 15.7% ในปี 2022-23 จาก 11.2% ในปี 2021 จากการใช้กำลังการผลิตสูงขึ้น, แรงกดดันจากต้นทุนวัตถุดิบผ่อนคลายลง และ Product Mix ที่ดีขึ้นจากการฟื้นตัวของการขายอาหารปลากะพงและอาหารกุ้งซึ่งมีอัตรากำไรสูง รวมถึงคาดอัตรากำไรของการขายในอินโดนีเซีย และปากีสถานจะอยู่ในระดับที่ดีใกล้เคียงกับการขายในไทย

คาดการณ์การเติบโตของรายได้และอัตรากำไรขั้นต้น



Source: Company Data, FSS Research

คาดการณ์การเติบโตของกำไรและอัตรากำไรปกติ



Source: Company Data, FSS Research

สมมติฐานที่ใช้ในการคาดการณ์ผลการดำเนินงาน TFM

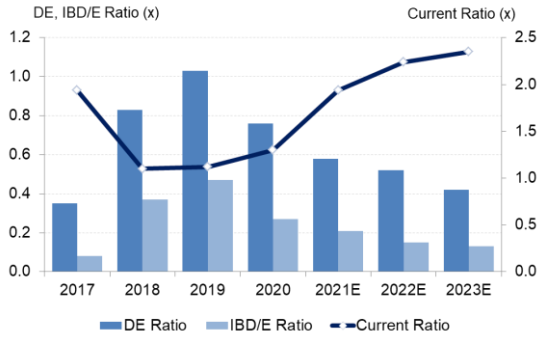
Assumptions	Current			% Growth		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
Total Sales Value (mb)	**4,746**	**5,496**	**6,097**	**13.4**	**15.8**	**10.9**
-Shrimp Feed	2,231	2,454	2,626	6.2	10.0	7.0
-Fish Feed	1,886	1,886	1,886	14.4	0.0	0.0
-Animal Feed	419	419	419	32.7	0.0	0.0
-Indonesia Feed	--	500	900	--	80.0	22.2
-Pakistan Feed	84	105	128	--	25.0	21.4
Total Sales Volume (ton)	**182,417**	**209,299**	**230,960**	**11.7**	**14.7**	**10.3**
-Shrimp Feed	74,817	82,299	88,060	0.5	10.0	7.0
-Fish Feed	72,000	72,000	72,000	11.5	0.0	0.0
-Animal Feed	30,000	30,000	30,000	23.2	0.0	0.0
-Indonesia Feed	--	18,000	32,400	--	--	80.0
-Pakistan Feed	5,600	7,000	8,500	--	25.0	21.4
Average Selling Price (bt/ton)	**24,867**	**22,740**	**21,351**	**0.0**	**-8.6**	**-6.1**
-Shrimp Feed	29,821	29,821	29,821	5.7	0.0	0.0
-Fish Feed	26,198	26,198	26,198	2.6	0.0	0.0
-Animal Feed	13,963	13,963	13,963	7.7	0.0	0.0
-Indonesia Feed	27,778	27,778	27,778	--	0.0	0.0
-Pakistan Feed	15,000	15,000	15,000	--	0.0	0.0
% Gross Margin	**11.2**	**14.6**	**15.7**	**-5.6**	**3.4**	**1.1**
% GM - Shrimp Feed	16.8	18.5	20.0	-5.6	1.7	1.5
% GM - Fish Feed	8.5	13.5	14.0	-6.0	5.0	0.5
% GM - Animal Feed	2.6	7.0	7.5	-5.9	4.4	0.5
% GM - Indonesia	--	13.0	14.0	--	--	1.0
% GM - Pakistan	14.0	14.5	15.0	--	0.5	0.5
SG&A Expense (mb)	342	352	390	14.0	2.9	10.8
% SG&A to Sale	7.2	6.4	6.4	0.0	-0.8	0.0
Norm Profit (mb)	**225**	**472**	**577**	**-45.4**	**109.9**	**22.2**
% Norm Margin	4.7	8.6	9.5	-5.1	3.9	0.9

Source: FSS Research

ฐานะทางการเงินและสภาพคล่องอยู่ในระดับที่ดี

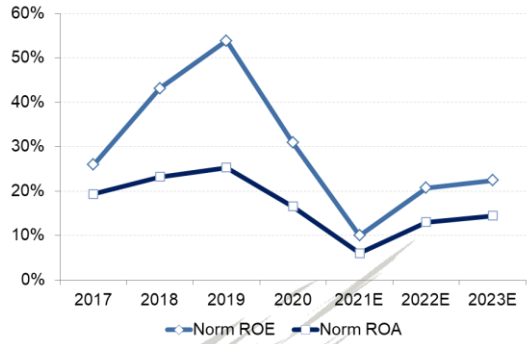
ปัจจุบันบริษัทมีฐานะทางการเงินและสภาพคล่องอยู่ในระดับที่ดีอยู่แล้ว และภายหลัง IPO จะยิ่งแข็งแกร่งมากขึ้น โดยคาด Current Ratio สิ้นปี 2021 จะขยับขึ้นเป็น 1.94 เท่า จาก 1.3 เท่า ในปี 2020 และจากส่วนทุนที่จะใหญ่ขึ้น จึงคาด D/E Ratio และ IBD/E Ratio สิ้นปี 2021 จะยิ่งต่ำลงเหลือเพียง 0.58 เท่า และ 0.21 เท่า ตามลำดับ โดยหนี้สินที่มีส่วนใหญ่เป็นเจ้าหนี้การค้า และเงินกู้ยืมระยะสั้นสำหรับใช้หมุนเวียนธุรกิจ ในขณะที่คาด Norm ROE สิ้นปี 2021 จะลดลงเหลือ 11% มาจากการฐานทุนที่มากขึ้น กอปรกับผลการดำเนินงานไม่สดใส แต่คาดจะเพิ่มขึ้นสู่ระดับดีอีกครั้งราว 20.7% และ 22.4% ในปี 2022-23 ตามลำดับ

DE Ratio, IBD Ratio, Current Ratio



Source: FSS Research

อัตราผลตอบแทน Norm ROE, Norm ROA



Source: FSS Research

8 โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายปันผล

บริษัทมีแผนขายหุ้น IPO 109.3 ล้านหุ้น (มูลค่าพาร์ 2 บาท/หุ้น) ประกอบด้วย 1) หุ้นสามัญเพิ่มทุนที่เสนอขายโดย TFM ไม่เกิน 90 ล้านหุ้น และ 2) หุ้นสามัญเดิมที่เสนอขายโดย TU ไม่เกิน 19.3 ล้านหุ้น โดยภายหลัง IPO บริษัทจะมีทุนจดทะเบียนเพิ่มขึ้นจากปัจจุบัน 820 ลบ. (จำนวน 410 ล้านหุ้น) เป็น 1,000 ลบ. (จำนวน 500 ล้านหุ้น)

การเสนอขายหุ้นครั้งนี้จะจัดสรรให้กับ 1) บุคคลตามดุลยพินิจของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ 2) นักลงทุนสถาบัน 3) ผู้มีอุปการคุณของบริษัทและบริษัทย่อย และ 4) กรรมการ ผู้บริหาร และ/หรือ พนักงานของ TU ไม่เกิน 2.5 ล้านหุ้น ทั้งนี้ไม่รวมถึงการจัดสรรหุ้นต่อนักลงทุนรายย่อย หรือประชาชนเป็นการทั่วไป เนื่องจากความต้องการจากทั้ง 4 กลุ่มข้างต้นเพียงพอต่อมูลค่ารวมที่เสนอขายครั้งนี้แล้ว จึงไม่มีความจำเป็นต้องจัดสรรต่อนักลงทุนรายย่อยทั่วไป

ในส่วนของเงื่อนไข Silent Period กำหนดว่าห้ามผู้ถือหุ้นก่อนวันที่บริษัทเสนอขายหุ้น IPO นำหุ้นหรือหลักทรัพย์ที่อาจเป็นหุ้นรวมทั้งหมด 55% ของทุนชำระแล้วหลัง IPO (หรือ 275 ล้านหุ้น) ออกขายภายในระยะเวลา 1 ปี นับตั้งแต่วันที่เริ่มทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยเมื่อครบกำหนด 6 เดือน สามารถทยอยขายหุ้นได้ไม่เกิน 25% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดที่ติด Silent (หรือ 68.75 ล้านหุ้น) และสามารถขายหุ้นส่วนที่เหลือได้เมื่อครบกำหนดระยะเวลา 1 ปี

บริษัทมีนโยบายจ่ายปันผลอย่างน้อยปีละ 2 ครั้ง รวมไม่น้อยกว่า 50% ของกำไรสุทธิตามงบการเงินรวม หลังหักทุนสำรองต่างๆ และจำนวนเงินปันผลจ่ายจะต้องไม่เกินกว่ากำไรสะสมของงบการเงินเฉพาะกิจการ

โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ TFM

รายชื่อผู้ถือ	ก่อน IPO	หลัง IPO
บมจ.ไทยยูเนี่ยน กรุ๊ป (TU)	66.9%	51.0%
กลุ่มคุณฤทธิรงค์ บุญมีโชติ	15.5%	12.7%
กรรมการ ผู้บริหาร พนักงานของ TU และ TFM	3.8%	3.6%
กลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อย	13.8%	11.3%
ประชาชนทั่วไป	--	21.4%
จำนวนหุ้นรวม (ล้านหุ้น)	**410**	**500**

Source: Company Data

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2022 ของ TFM เท่ากับ 17 บาท โดยอิง PE ที่ 17.5 เท่า เทียบเคียงกับค่าเฉลี่ยของบริษัทที่ทำธุรกิจอาหารสัตว์เศรษฐกิจในภูมิภาค ส่วนใหญ่อยู่ในจีน อินโดนีเซีย (CP Indonesia, Japfa Comfeed) และอินเดีย (Avanti Feeds) โดยมี PE ปี 2021-22 เฉลี่ยที่ 17.5 เท่า และ 16 เท่า ตามลำดับ ถือเป็น Peers ที่เหมาะสม เพราะมีอัตรากำไรที่ใกล้เคียงกัน และบริษัทอยู่ระหว่างขยายธุรกิจไปในอินโดนีเซีย แม้ Target PE ที่ 17.5 เท่า จะสูงกว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทในไทยที่มีธุรกิจผลิตอาหารสัตว์เศรษฐกิจ ได้แก่ CPF TFG GFPT ASIAN ที่มี PE 2021-22 เฉลี่ย 15.3 เท่า และ 12.7 เท่า ตามลำดับ แต่ 4 บริษัทดังกล่าวไม่ได้มีเพียงธุรกิจอาหารสัตว์เศรษฐกิจเป็นหลัก แต่ทำธุรกิจเลี้ยงสัตว์แบบครบวงจร (ยกเว้น ASIAN) และส่วนใหญ่เป็นการผลิตอาหารสัตว์เศรษฐกิจเพื่อใช้เองเป็นหลัก ในขณะที่ผลประกอบการมีความผันผวนตามการเปลี่ยนแปลงของราคาเนื้อสัตว์ที่แต่ละชนิดที่ตนเองเพาะเลี้ยง ดังนั้น เราจึงมองว่า TFM สมควรได้ Premium Valuation เหนือกว่าธุรกิจเลี้ยงสัตว์

Regional Peers Comparison – Aqua and Animal Feed Business (as of Sep 21, 2021)

	Ticker	Market cap	NPAT growth (%)		GM (%)	NM (%)	ROE (%)	PER (x)		EV/EBITDA(x)	
		(US$mn)	21E	22E	21E	21E	21E	21E	22E	21E	22E
Muyuan Foods	002714 CH	36,375	2.8	-13.1	37.6	28.0	35.3	9.5	9.8	7.7	8.0
Tongwel Co-A	600438 CH	34,405	122.4	29.2	23.5	11.8	20.8	28.7	22.9	20.0	15.9
Charoen Pokphand Indonesia	CPIN IJ	7,319	13.3	21.6	19.4	9.0	19.1	21.7	20.6	13.7	12.7
Bluestar Adis	600299 CH	5,164	43.3	15.2	37.2	13.3	12.0	19.5	18.6	9.8	8.6
Beljing Dabein	002385 CH	5,060	-7.0	9.4	18.7	5.6	10.9	18.1	17.5	13.1	11.8
Jiangxi Zhenbang Tech	002157 CH	4,348	-45.3	-28.2	10.8	4.8	3.5	11.8	12.5	10.2	10.5
Japfa Comfeed	JPFA IJ	1,535	136.8	8.8	21.1	5.1	18.3	10.3	10.2	5.8	5.4
Avanti Feeds Ltd.	AVNT IN	1,000	-7.5	6.7	21.8	7.4	22.7	19.3	14.9	12.9	9.9
Average	--	--	**17.4**	**6.2**	**19.2**	**10.6**	**17.8**	**17.5**	**16.0**	**11.7**	**10.4**

Source: Bloomberg, FSS Research

Domestic Peers Comparison – Aqua and Animal Feed Business (as of Sep 21, 2021)

	Ticker	Market cap	NPAT growth (%)		GM (%)	NM (%)	ROE (%)	PER (x)		EV/EBITDA(x)	
		(US$mn)	21E	22E	21E	21E	21E	21E	22E	21E	22E
Charoen Pokphand Food	CPF TB	6,559	-3.3	6.2	16.8	4.0	10.1	11.0	10.0	10.9	11.7
Thaifoods Group	TFG TB	759	-29.5	16.5	11.1	5.3	15.1	14.1	12.5	8.8	8.0
GFPT	GFPT TB	469	-46.8	46.2	11.6	5.2	4.8	21.8	14.9	10.2	8.3
Asian Sea Corporation	ASIAN TB	437	26.2	5.6	18.4	10.8	26.8	14.1	13.4	11.8	11.4
Average	--	--	**-13.4**	**18.6**	**14.5**	**6.3**	**14.2**	**15.3**	**12.7**	**10.4**	**9.8**

Source: Bloomberg, FSS Research

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงรายได้อาหารสัตว์น้ำในประเทศ

ในช่วงปี 2018-2020 บริษัทมีสัดส่วนรายได้ส่วนใหญ่ราว 87%-98% ของรายได้รวม มาจากการผลิตและจำหน่ายอาหารสัตว์น้ำในประเทศ ซึ่งเป็นวัตถุดิบเพื่อใช้ในอุตสาหกรรมต่อเนื่องอย่าง อุตสาหกรรมเพาะเลี้ยงสัตว์น้ำ ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงหากเกิดเหตุการณ์ที่กระทบให้ปริมาณความต้องการใช้อาหารสัตว์น้ำลดลง อาทิ การเกิดโรคระบาดร้ายแรงในสัตว์น้ำ, ปริมาณความต้องการบริโภคสัตว์น้ำลดลง (เช่น ผลลบของ COVID-19), ปริมาณการส่งออกสัตว์น้ำลดลง เนื่องจากอุตสาหกรรมผลิตกุ้งของไทยพึ่งพิงตลาดส่งออกเป็นหลัก เป็นต้น

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบที่ใช้ในการผลิตอาหารสัตว์

เนื่องด้วยต้นทุนหลักของบริษัทคือ วัตถุดิบ คิดเป็นสัดส่วนเกินกว่า 80% ของต้นทุนขายรวมของบริษัทในช่วงปี 2018-2020 ซึ่งวัตถุดิบหลักประกอบด้วย กากถั่วเหลือง แป้งสาลี ปลาป่น และไก่ป่น (รวม 4 รายการ เกินกว่า 65% ของต้นทุนวัตถุดิบ) โดยราคาวัตถุดิบถือเป็น Soft Commodities ประเภทหนึ่ง และมีความผันผวนของราคาขึ้นลงตาม Demand และ Supply ซึ่งเป็นปัจจัยที่อยู่นอกเหนือการควบคุมของบริษัท อีกทั้งเป็นวัตถุดิบที่ได้จากธรรมชาติ และต้องอาศัยระยะเวลาในการเพาะปลูกหรือเจริญเติบโต ดังนั้นในกรณีที่ราคาวัตถุดิบปรับตัวสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ อาจส่งผลกระทบเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากมาตรการควบคุมของภาครัฐ

ผลิตภัณฑ์อาหารสัตว์ถือเป็นสินค้าควบคุม เพราะเป็นวัตถุดิบสำหรับอุตสาหกรรมต่อเนื่องอย่าง การเพาะเลี้ยงสัตว์เศรษฐกิจที่ใช้ในการบริโภคของประชาชนเป็นวงกว้าง ทำให้ภาครัฐเข้ามาดูแล และจัดให้ผลิตภัณฑ์อาหารสัตว์เป็นหนึ่งในรายการสินค้าที่อยู่ภายใต้การควบคุมโดยหน่วยงานภาครัฐ กรมการค้าภายใน กระทรวงพาณิชย์ ให้มีราคาในระดับที่เหมาะสม โดยจะต้องมีการกำหนดราคาขายสินค้าแต่ละประเภท และไม่สามารถจำหน่ายสินค้าในราคาที่สูงกว่าราคาที่ได้รายงานและที่ได้รับอนุญาตไว้ ซึ่งหากผู้ประกอบการต้องการปรับเพิ่มราคาขายเกินกว่าที่รายงานไว้ จะต้องมีการรายงานและขอรับอนุญาตใหม่ ซึ่งกรมการค้าภายในจะพิจารณาความจำเป็นในการขอปรับเพิ่มราคา อาทิ ต้นทุนการผลิต อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยของผู้ประกอบการ และของอุตสาหกรรมในภาพรวม ทั้งนี้อาจต้องใช้เวลาในการพิจารณาระยะหนึ่ง ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงกรณีที่ไม่สามารถปรับขึ้นราคาสินค้าได้ทันที และบางสถานการณ์ที่เกิดเหตุผิดปกติจนทำให้เศรษฐกิจหรือกำลังซื้อชะลอตัว อาจทำให้กระทรวงพาณิชย์ขอความร่วมมือผ่านทางสมาคมผู้ผลิตอาหารสัตว์ในการควบคุมราคาจำหน่ายอาหารสัตว์ และในบางช่วงเวลารัฐอาจออกกฎหมายหรือมาตรการบางอย่างเพื่อควบคุมแนวทางการจัดหาวัตถุดิบบางประเภท ซึ่งอาจส่งให้ผลการจัดหาวัตถุดิบทำได้ยากขึ้น หรือมีต้นทุนในการจัดหาสูงขึ้น เช่น การออกมาตรการควบคุมการทำประมงเพื่อลดโอกาสในการเกิดการทำประมงที่ผิดกฎหมาย (IUU) ส่งผลให้ปริมาณปลาป่นในท้องตลาดลดลง และมีราคาปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งอาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากการไม่ได้รับชำระค่าสินค้าจากลูกหนี้

บริษัทมีกลุ่มลูกค้าหลักคือ ร้านค้าจำหน่ายอาหารสัตว์ และเจ้าของฟาร์มเพาะเลี้ยงสัตว์น้ำ ส่วนใหญ่เป็นผู้ประกอบการ SME ขณะที่ธุรกิจเพาะเลี้ยงสัตว์น้ำต้องใช้เงินลงทุนตั้งต้นค่อนข้างสูง ทำให้การจำหน่ายอาหารสัตว์จำเป็นต้องให้วงเงินสินเชื่อและระยะเวลาสินเชื่อทางการค้า (Credit Term) กับลูกค้า โดยบริษัทให้ Credit Term แก่ลูกค้าไม่เกิน 60 วัน และจำหน่ายสินค้าเกือบทั้งหมดในรูปแบบการให้สินเชื่อทางการค้า ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงกรณีลูกค้าประสบปัญหาทางธุรกิจ และทำให้ชำระล่าช้า หรือไม่สามารถชำระหนี้ค่าสินค้าให้กับบริษัทได้ตามระยะเวลาที่กำหนด ดังนั้นบริษัทจึงต้องมีการบันทึกค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ หรือบันทึกหนี้สูญ โดยในปี 2018-2020 บริษัทมีการบันทึกค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญเท่ากับ 109.1 ลบ. / 101.4 ลบ. / 105.3 ลบ. ตามลำดับ

ความเสี่ยงจากการแข่งขันในอุตสาหกรรม

อุตสาหกรรมอาหารสัตว์ถือว่ามีการแข่งขันระดับหนึ่ง เพราะมีผู้ประกอบการรายสำคัญหลายราย ซึ่งเป็นผู้ที่ได้รับการยอมรับจากลูกค้าในด้านคุณภาพของสินค้า กำลังการผลิต และมีความพร้อมในด้านแหล่งเงินทุนในการขยายกำลังการผลิต ดังนั้นในกรณีที่ผู้ประกอบการรายสำคัญมีการขยายกำลังการผลิต จะเป็นการเพิ่ม Supply ในอุตสาหกรรม ส่งผลให้อาจเกิดการแข่งขันที่สูงขึ้น และอาจทำให้ราคาขายโดยรวมในอุตสาหกรรมมีการเปลี่ยนแปลง

ความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนในการดำเนินธุรกิจของกิจการในต่างประเทศ

บริษัทมีการขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศคือ อินโดนีเซีย และปากีสถาน โดยเข้าถือหุ้นในสัดส่วน 65% และ 51% ตามลำดับ ซึ่งเป็นการเข้าลงทุนโดยจัดตั้งบริษัทร่วมทุนกับพันธมิตรในท้องถิ่น และอยู่ระหว่างเข้าลงทุนเริ่มแรกในทั้งสองประเทศ โดยบริษัทเริ่มรับรู้รายได้และกำไรจากการลงทุนในปากีสถานแล้วตั้งแต่ 2Q21 ที่ผ่านมา ขณะที่การลงทุนในอินโดนีเซียอยู่ระหว่างติดตั้งเครื่องจักร คาดจะเริ่มรับรู้รายได้เชิงพาณิชย์ได้อย่างเร็วใน 4Q21 – 1Q22 เป็นต้นไป ซึ่งบริษัทมีความเสี่ยงจากการเข้าลงทุนในต่างประเทศที่อาจยังไม่คุ้นเคยหรือมีประสบการณ์มาก่อน รวมถึงยังมีความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งอาจทำให้ผลตอบแทนที่ได้รับไม่เป็นไปตามเป้าหมาย และอาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	4,849	4,184	4,746	5,496	6,097
Cost of sales	3,962	3,490	4,216	4,691	5,138
Gross profit	887	694	529	805	959
SG&A	303	300	342	352	390
Operating profit	584	395	188	453	569
Other income	58	61	71	82	91
EBIT	641	455	259	536	660
EBITDA	767	586	395	684	838
Interest charge	6	5	8	7	7
Tax on income	69	39	28	58	78
Earnings after tax	566	411	223	470	575
Minority interest	1	1	1	2	2
Normalized earnings	620	412	225	472	577
Extraordinary items	220	0	0	0	0
Net profit	841	412	225	472	577

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net profit	841	412	225	472	577
Deprec. & amortization	126	131	136	148	178
Change in working capital	-44	-43	-249	-120	-96
Other adjustments	-121	63	-5	23	18
Cash flow from operations	802	563	107	522	677
Capital expenditure	-288	-321	-30	-120	-300
Others	249	18	-5	-8	-7
Cash flow from investing	168	-317	-35	-128	-307
Free cash flow	970	246	72	394	370
Net borrowings	304	-137	72	-101	-15
Equity capital raised	0	0	1,050	0	0
Dividends paid	-1,005	-123	-583	-236	-289
Others	-215	52	-30	15	12
Cash flow from financing	-916	-208	509	-322	-292
Net change in cash	42	27	580	72	79

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	92	119	699	772	850
Accounts receivable	599	538	780	903	1,002
Inventory	376	498	635	707	774
Other current assets	1	0	0	1	1
Total current assets	1,069	1,155	2,115	2,383	2,627
Investments	0	0	0	0	0
Plant, property , equipment & ROU	1,108	1,290	1,204	1,176	1,298
Other assets	64	53	58	66	73
Total assets	2,240	2,499	3,377	3,625	3,998
Short-term loans	489	360	431	331	316
Accounts payable	456	507	635	707	774
Current maturities	2	3	3	3	3
Other current liabilities	7	17	19	22	24
Total current liabilities	954	886	1,088	1,063	1,118
Long-term debt	6	5	5	4	4
Other non-current liab.	127	125	95	110	122
Total non-current liab.	132	130	99	114	126
Total liabilities	1,086	1,016	1,188	1,177	1,243
Registered capital	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Paid up capital	820	820	1,000	1,000	1,000
Share premium	0	0	870	870	870
Legal reserve	100	100	100	100	100
Retained earnings	134	416	77	313	602
Minority Interests	100	147	142	165	183
Shareholders' equity	1,154	1,483	2,189	2,448	2,755

Key Ratios

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Growth (%)					
Revenue	9.9	-13.7	13.4	15.8	10.9
EBITDA	35.5	-23.5	-32.6	73.1	22.6
Net profit	106.6	-51.0	-45.4	109.9	22.2
Normalized earnings	18.6	-33.6	-45.4	109.9	22.2
Profitability (%)					
Gross profit margin	18.3	16.6	11.2	14.6	15.7
EBITDA margin	13.9	14.0	8.3	12.4	13.8
EBIT margin	13.2	10.9	5.5	9.7	10.8
Normalized profit margin	12.8	9.8	4.7	8.6	9.5
Net profit margin	17.3	9.8	4.7	8.6	9.5
Normalized ROA	27.7	16.5	6.7	13.0	14.4
Normalize ROE	58.9	30.9	11.0	20.7	22.4
Normalized ROCE	49.9	28.2	11.3	20.9	22.9
Risk (x)					
D/E	1.0	0.8	0.6	0.5	0.5
Net D/E	0.9	0.7	0.2	0.2	0.2
Net debt/EBITDA	1.3	1.5	1.2	0.6	0.5
Per share data (Bt)					
Reported EPS	2.05	0.68	0.45	0.94	1.15
Normalized EPS	1.51	1.01	0.45	0.94	1.15
EBITDA	1.87	1.43	0.79	1.37	1.68
Book value	2.11	2.67	4.09	4.57	5.14
Dividend	2.45	0.20	1.17	0.47	0.58
Par	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
Valuations (x)					
P/E	6.6	19.9	30.0	14.3	11.7
Norm P/E	8.9	13.4	30.0	14.3	11.7
P/BV	6.4	5.1	3.3	3.0	2.6
EV/EBITDA	8.5	11.0	18.3	10.5	8.5
Dividend yield (%)	18.2	1.5	8.6	3.5	4.3

Source: Company data, FSS research

FINANSIA
ALWAYS A STEP AHEAD

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่
999/9 อาคารดิ ออฟฟิศเศส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25
ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-658-9000, 02-658-9500

สำนักงานอัลม่าลิงค์
25 อาคารอัลม่าลิงค์ 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 อรุณอมรินทร์
เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร
02-878-5999

สาขา บางกระปิ
3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3
ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว
แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ
จ.กรุงเทพมหานคร
02-378-4545

สาขา ประชาชื่น
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 มิ้นท์ ทาวเวอร์
ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9
อาคาร มิ้นท์ ทาวเวอร์
เลขที่ 719 ถนนบรรทัดทอง
แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน
จ.กรุงเทพมหานคร
02-680-0700

สาขา สินธร 1
130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1
ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-690-4100

สาขา เคี่ยนหงวน (สินธร 2)
140/1 อาคารเคี่ยนหงวน 2 ชั้น 18
ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-254-1717

สาขา สาทร
เลขที่ 48/32 ชั้น 16
อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ 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 (ฝั่งริมบึงแก่นนคร)
ต. ในเมือง
อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น
043-058-925

สาขา อุดรธานี
197/29, 213/3
ถ.อุดรดุษฎี ต. หมากแข้ง
อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี
042-245-589

สาขาเชียงใหม่
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.หลวงพ่อวัดฉลอง
ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต
จ.ภูเก็ต
076-210-499

สาขา หาดใหญ่
106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปัตย์
ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา
074-243-777

สาขา สุราษฎ์ธานี
173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่
ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎ์ธานี
จ.สุราษฎ์ธานี
077-222-595

สาขา ตรัง
59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง
อ.เมืองตรัง จ.ตรัง
075-211-219

สาขา ปัตตานี
300/69-70 หมู่ 4 ต.รูสะมิแล
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" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีความน่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง 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, 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 เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

1 ข้อมูล CG Score ประจำปี 2563 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

2 ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

(ข้อมูล ณ วันที่ 24 มิถุนายน 2562) มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC