

BUY

Previous	BUY
2022 Target Price (Bt)	17.0
Price (04/11/2021)	13.8
up/downside (%)	+23.2
SET Index	1,626.27
Sector	Agribusiness
Foreign limit/actual (%)	49.00/0.14
Free float (%)	31.22
Market cap (Bt m)	6,900.00
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	1,006.62
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	16.80, 13.60, 15.59
IOD 2020	N/R
THAI CAC	N/A

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	4.42	4.90	5.47
EV/EBITDA (x)	11.2	18.3	10.4	8.5
PER (x) - norm	13.7	30.7	14.6	12.0
PER (x)	20.3	30.7	14.6	12.0
PBV (x)	5.2	3.1	2.8	2.5
Dividend yield (%)	1.5	8.4	3.4	4.2
ROE (%)	30.9	10.2	19.3	21.1
YE No. of shares (million)	410	500	500	500
Par (Bt)	2.0	2.0	2.0	2.0

Source: Company data, Finansia 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

TFM (TFM TB)

บมจ. ไทยยูเนี่ยน ฟีดมิลล์

ผ่านจุดต่ำสุดใน 2Q21 และกำไร 3Q21 พ้นตัวดี

ประกาศกำไร 3Q21 พ้นตัวได้ดี Q-Q แม้รายได้ยังอยู่ในโหมดทยอยฟื้นตัว แต่ด้วย Product Mix ที่ดี และราคาวัตถุดิบเริ่มทรงตัว ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นเริ่มปรับขึ้นอีกครั้ง และคาดแนวโน้มกำไรน่าจะทรงถึงปรับขึ้นได้ใน 4Q21 แม้ปกติเป็น Low Season ของการเลี้ยงสัตว์ แต่ด้วยผลของการผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์ ทำให้ความต้องการบริโภคทั้ง ปลา สูงขึ้น โดยเฉพาะปลากะพง ที่ลูกค้าหลักคือ กลุ่มร้านอาหาร ภัตตาคาร โรงแรม ซึ่งกลับมาให้บริการได้ใกล้เคียงปกติมากขึ้น และการฟื้นตัวของ COVID ในต่างประเทศ ทำให้ความต้องการกุ้งส่งออกจากไทยสูงขึ้นเช่นเดียวกัน และน่าจะดีต่อเนื่องไปในปี 2022 รวมถึงจะรับรู้รายได้การขายอาหารสัตว์น้ำในปากีสถานได้เต็มปี และจะเริ่มรับรู้รายได้ในอินโดนีเซียได้ในปี 2022 และคาดการณ์กำไรสุทธิจะกลับมาโตโดดเด่นในปี 2022 รว 109.9% จากฐานต่ำในปี 2021 ที่คาดการณ์ -45.4% Y-Y เพราะถูกกระทบจาก COVID และต้นทุนอาหารสัตว์สูงขึ้น และคงราคาเป้าหมายที่ 17 บาท (อิง PE เดิม 17.5 เท่า) แนะนำซื้อ

กำไร 3Q21 เริ่มฟื้นตัวได้ดี

กำไรสุทธิ 3Q21 เท่ากับ 69 ลบ. (+44.3% Q-Q, -49.6% Y-Y) หากไม่รวม FX Gain 3.2 ลบ., ขาดทุนจาก ECL -12.7 ลบ. และการปรับปรุงค่าใช้จ่ายทางภาษี 4.1 ลบ. จะมีกำไรปกติเท่ากับ 85 ลบ. (+76.1% Q-Q, -36% Y-Y) สาเหตุที่กำไรลดลง Y-Y มาจากต้นทุนวัตถุดิบอาหารสัตว์ที่ปรับตัวสูงขึ้น ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นอ่อนตัวลง แต่ในแง่ Q-Q เริ่มเห็นการฟื้นตัวของกำไรอย่างชัดเจน แม้ในแง่รายได้จะยังลดลงเล็กน้อย -2.9% มาจากรายได้อาหารกุ้งเนื่องจากปริมาณขายสินค้ากลุ่ม Fighting Brand ลดลง ด้วย Product Mix ที่ปรับตัวดีขึ้น และเน้นควบคุมต้นทุนการผลิต ในขณะที่ราคาวัตถุดิบค่อนข้างไปในทางทรงตัวจากไตรมาสก่อน ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นขยับขึ้นดีมาอยู่ที่ 11.5% จาก 9.4% ใน 2Q21 แต่ยังคงต่ำกว่า 17.2% ใน 3Q20 ในขณะที่ค่าใช้จ่ายปรับลดลง -25.9% Q-Q, -4.5% Y-Y มาจากการลดลงของค่าตอบแทนพนักงาน และการตั้งสำรองผลประโยชน์ของพนักงาน ทำให้ SG&A to Sales ปรับลงเป็น 5.4% จาก 7% ใน 2Q21 และ 6.5% ใน 3Q20

ประมาณการกำไรปี 2021 ดูมี Upside 5%-7%

บริษัทมีกำไรสุทธิ 9M21 เท่ากับ 172 ลบ. (-49.6% Y-Y) โดยหลักมาจากผลกระทบของ COVID-19 ในช่วง 1H21 และต้นทุนวัตถุดิบที่ปรับขึ้นทั้งภาคถั่วเหลือง ปลาป่น และแป้งสาลี ทำให้อัตรากำไรขั้นต้น 9M21 ลดลงเป็น 10.7% จากระดับปกติที่ 17.4% ใน 9M20 แนวโน้มกำไร 4Q21 อาจทรงถึงฟื้นตัวได้ แม้ปกติเป็น Low Season ของการเลี้ยงสัตว์ แต่ด้วยสถานการณ์ COVID-19 คลี่คลาย ทำให้ความต้องการใช้อาหารสัตว์เริ่มฟื้นตัว ขณะที่ต้นทุนอาหารสัตว์โดยรวมยังทรงตัวใกล้เคียงไตรมาสก่อน ทั้งนี้กำไร 9M21 คิดเป็นสัดส่วน 76% ของประมาณการทั้งปี ทำให้อัตราการกำไรสุทธิปี 2021 ของเราที่ 225 ลบ. (-45.4% Y-Y) ดูมี Upside รว 5%-7% จากการฟื้นตัวของ 3Q21 ที่ดีกว่าคาด

คาดการณ์ 2022 จะกลับมาฟื้นตัวโดดเด่นอีกครั้ง

เรามองผ่านกำไรต่ำสุดในปี 2021 และยังมีแนวโน้มการฟื้นตัวของกำไรในปี 2022 ภายหลัง COVID คลี่คลายไปในทิศทางที่ดีขึ้น โดยเฉพาะในต่างประเทศ ทำให้ความต้องการกุ้งส่งออกจากไทยกลับมาฟื้นตัว และการผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์ของ ไทย รวมถึงเริ่มเปิดรับนักท่องเที่ยวอีกครั้ง คาดช่วยหนุนความต้องการใช้อาหารสัตว์ให้สูงขึ้น โดยเฉพาะกุ้ง ปลา และปลากะพง (กลุ่ม End Customer อย่าง Food Service เช่น ร้านอาหาร ภัตตาคาร และโรงแรม มีความต้องการปลากะพงค่อนข้างมาก) ในขณะที่ยังมองแนวโน้มราคาวัตถุดิบอาหารสัตว์น่าจะเริ่มผ่อนคลายเป็นลำดับ รวมถึงจะเริ่มรับรู้รายได้จากการขายอาหารกุ้งในอินโดนีเซีย และรับรู้รายได้ในปากีสถานเต็มปี โดย 9M21 รับรู้มาแล้ว 138 ลบ. คิดเป็น 3.8% ของรายได้รวม ดังนั้นเราจึงคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2022 จะกลับมาโดดเด่น +109.9% Y-Y เป็น 472 ลบ. กลับมาใกล้เคียงกับช่วงก่อน COVID-19 และคงราคาเป้าหมายที่ 17 บาท (อิง PE เฉลี่ย 17.5 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของ Regional Peers)

Company Overview

TFM ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายอาหารสัตว์เศรษฐกิจ ได้แก่ อาหาร กุ้ง อาหารปลา (รวมอาหารบก และอาหารปู) และอาหารสัตว์บก เพื่อใช้ เป็นวัตถุดิบในอุตสาหกรรมเพาะเลี้ยงสัตว์ ส่วนใหญ่เป็นการขายภายใต้ แบรินด์ของบริษัทเอง ได้แก่ PROFEED, NANAMI, EGOFEED, AQUAFEED และ D-GROW เป็นต้น และขายในประเทศเป็นหลักสัดส่วน รว 93%-98% ของรายได้จากการขายงวด 2018-1H21 ลูกค้าหลักคือ ร้านค้าจำหน่ายอาหารสัตว์ และฟาร์มเพาะเลี้ยงสัตว์ สัดส่วนรายได้ราว 71%-77% และ 23%-29% ของรายได้จากการขายในปี 2018-1H21

นอกจากนี้บริษัทยังมีการขายผลผลิตจากฟาร์มวิจัยเพาะพันธุ์สัตว์น้ำของ บริษัท ได้แก่ กุ้ง และปลากะพง ซึ่งเป็นผลพลอยได้จากการทำฟาร์มวิจัย เพื่อทดลองและพัฒนาสูตรการผลิตอาหารสัตว์น้ำของบริษัท



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

ปัจจุบันได้ขยายการลงทุนไปในอินโดนีเซีย และปากีสถาน เพื่อผลิตและ จำหน่ายอาหารสัตว์น้ำ กุ้งและปลา คาดจะเริ่มรับรู้รายได้จากโรงงานที่ อินโดนีเซียตั้งแต่ 4Q21 ส่วนโรงงานปากีสถานเริ่มรับรู้รายได้และกำไร ตั้งแต่ 2Q21 เป็นต้นมา

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ TFM ด้วยวิธี Relative PE โดยอิง PE ที่ 17.5 เท่า ใกล้เคียง PE เฉลี่ยของ Regional Peers ที่ทำธุรกิจอาหารสัตว์ เศรษฐกิจเหมือนกัน ส่วนใหญ่อยู่ในจีน อินโดนีเซีย และอินเดีย โดยมี อัตรากำไรที่ใกล้เคียงกัน และบริษัทอยู่ระหว่างขยายธุรกิจไปในอินโดนีเซีย ทั้งนี้เราคาดการณ์ EPS ปี 2022 อยู่ที่ 0.94 บาท/หุ้น ทำให้ได้ราคา เป้าหมายปี 2022 เท่ากับ 17 บาท

ESG

Environment

- TFM ปฏิบัติตามกฎหมายและข้อบังคับการจัดการสิ่งแวดล้อมอย่าง เคร่งครัด และมีมาตรการป้องกันและแก้ไขเมื่อเกิดผลกระทบต่อ สิ่งแวดล้อมเนื่องจากการดำเนินงานของบริษัท รวมถึงร่วมมือกับ ชุมชนและสังคม โดยสนับสนุนกิจกรรมอาสาที่เกี่ยวกับการ พัฒนาชุมชนและสังคม
- สำหรับสายงานผลิต บริษัทใช้ระบบ Activated Sludge Process (ASP) จัดการด้านมลพิษทางน้ำ ซึ่งเป็นระบบทางชีววิทยา โดยใช้ แบคทีเรียพวกที่ใช้ออกซิเจนเป็นตัวย่อยสลายสารอินทรีย์ในน้ำเสีย จากนั้นจะนำน้ำเสียที่ถูกบำบัดแล้ว ไปปล่อยไปที่สวนเกษตรของ โรงงานต่อไป ส่วนการจัดการมลพิษทางอากาศ บริษัทติดตั้งอุปกรณ์ สำหรับดักฝุ่นหรือป้องกันฝุ่นออกสู่ภายนอกคือ Bag Filter และ Cyclone ช่วยไม่ให้เกิดมลพิษต่อชุมชนรอบข้าง
- บริษัทให้ความสำคัญในการป้องกันการปล่อยก๊าซเรือนกระจก โดย ดำเนินการร่วมกับบริษัทในกลุ่ม TU และมีเป้าหมายเดียวกันคือ จาก ปี 2016-2020 ตั้งเป้าลด 30% ซึ่งบริษัทได้ดำเนินการลดก๊าซเรือน กระจกต่อเนื่องมาอยู่ที่ 6.5% ซึ่งเป็นไปตามเป้าหมาย

Social

- บริษัทมีนโยบายดำเนินธุรกิจด้านความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) ภายใต้หลักพื้นฐานทางจริยธรรม เพื่อให้เกิดความเป็นธรรมต่อผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้อง
- บริษัทให้ความสำคัญกับลูกค้าและผู้บริโภค ทั้งในเรื่องคุณภาพ และ ความปลอดภัยของอาหารสัตว์น้ำ มุ่งเน้นใช้วัตถุดิบที่มีคุณภาพ การ ผลิตที่มีมาตรฐาน และยังส่งเสริมให้ความรู้แก่เกษตรกรผู้สนใจ เพาะเลี้ยงสัตว์ ผ่านการจัดอบรมสัมมนา
- บริษัทตระหนักถึงความสำคัญของการพัฒนาบุคลากรว่าเป็นหัวใจ สำคัญสำหรับการพัฒนาอย่างยั่งยืน จึงให้ความสำคัญกับการบริหาร ทรัพยากรมนุษย์ที่ตั้งอยู่บนพื้นฐานความเป็นธรรม ไม่ละเมิดสิทธิ มนุษยชน ทั้งการสรรหา การพัฒนาบุคลากร การอบรมพนักงาน การให้ผลตอบแทนที่เหมาะสม โดยมีนโยบายปฏิบัติต่อแรงงาน อย่างเป็นธรรม

Governance

- คณะกรรมการบริษัทให้ความสำคัญต่อการปฏิบัติตามหลักการกำกับ ดูแลกิจการที่ดีภายใต้ 8 หลักปฏิบัติ ได้แก่ บทบาทความรับผิดชอบต่อ ของคณะกรรมการ, กำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายที่เป็นไปเพื่อ ความยั่งยืน, เสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิภาพ, สรรหาและ พัฒนาผู้บริหารระดับสูงและบริหารบุคลากร, ส่งเสริมนวัตกรรมและ ประสิทธิภาพการทำงานที่มีความรับผิดชอบ, ดูแลให้มีระบบการบริหาร ความเสี่ยงที่เหมาะสม, รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการ เปิดเผยข้อมูล และสนับสนุนการมีส่วนร่วมและสื่อสารกับผู้ถือหุ้น
- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการ 9 คน ประกอบด้วย กรรมการอิสระ 3 คน ไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด สอดคล้องตาม เกณฑ์ เพื่อเป็นการถ่วงดุลอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออก เสียง และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- บริษัทมีนโยบายห้ามไม่ให้กรรมการ ผู้บริหาร และผู้ทราบข้อมูล ภายในที่เป็นสาระสำคัญซึ่งมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ ทำการซื้อขาย หรือชักชวนบุคคลอื่นซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัท ในเวลา ก่อนเผยแพร่การประกาศการเงินอย่างน้อย 1 เดือนล่วงหน้าก่อน เปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชน และควรรออีกอย่างน้อย 3 วันภายหลัง การเปิดเผยข้อมูลให้แก่สาธารณชนแล้ว

3Q21 Earnings Result

(Bt=mn)	3Q21	2Q21	%Q-Q	3Q20	%Y-Y	9M21	9M20	% Y-Y
Sales revenue	1,341	1,381	-2.9	1,164	15.2	3,678	3,099	18.7
- Shrimp feed sales	692	723	-4.2	643	7.7	1,835	1,598	14.9
- Fish feed sales	497	482	3.2	419	18.6	1,381	1,179	17.1
- Animal feed sales	119	117	1.9	72	67.0	339	243	39.5
Costs	1,186	1,251	-5.2	963	23.1	3,286	2,560	28.3
Gross profit	155	130	18.8	201	-22.8	392	539	-27.1
SG&A costs	72	97	-25.9	75	-4.5	245	219	11.5
Net profit	69	48	44.3	138	-49.6	172	341	-49.6
Norm profit	85	48	76.1	133	-36.0	195	342	-43.0
Gross margin %	11.5	9.4	2.1	17.2	-5.7	10.7	17.4	-6.7
SG&A as % of Sales	5.4	7.0	-1.6	6.5	-1.1	6.7	7.1	-0.4
Norm margin %	6.3	3.5	2.8	11.4	-5.1	5.3	11.0	-5.7

Source: Company Data

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

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

	Ticker	Market cap (US\$mn)	NPAT growth (%)		GM (%)	NM (%)	ROE (%)	PER (x)		EV/EBITDA(x)	
			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
Tongwei 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
Beijing 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 (US\$mn)	NPAT growth (%)		GM (%)	NM (%)	ROE (%)	PER (x)		EV/EBITDA(x)	
			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 และไคป่น (รวม 4 รายการ เกินกว่า 65% ของต้นทุนวัตถุดิบ) โดยราคาวัตถุดิบถือเป็น Soft Commodities ประเภทหนึ่ง และมีความผันผวนของราคาขึ้นลงตาม Demand และ Supply ซึ่งเป็นปัจจัยที่อยู่นอกเหนือการควบคุมของบริษัท อีกทั้งเป็นวัตถุดิบที่ได้จากธรรมชาติ และต้องอาศัยระยะเวลาในการเพาะปลูกหรือเจริญเติบโต ดังนั้นในกรณีที่ราคาวัตถุดิบปรับตัวสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ อาจส่งผลกระทบต่อผลประกอบการดำเนินงานของบริษัทได้

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 ซึ่งอาจกระทบต่อผลประกอบการดำเนินงานของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากการไม่ได้รับชำระค่าสินค้าจากลูกค้า

บริษัทมีกลุ่มลูกค้าหลักคือ ร้านค้าจำหน่ายอาหารสัตว์ และเจ้าของฟาร์มเพาะเลี้ยงสัตว์น้ำ ส่วนใหญ่เป็นผู้ประกอบการ SME ขณะที่ธุรกิจเพาะเลี้ยงสัตว์น้ำต้องใช้เงินลงทุนตั้งต้นค่อนข้างสูง ทำให้การจำหน่ายอาหารสัตว์จำเป็นต้องให้วงเงินสินเชื่อและระยะเวลาสินเชื่อทางการค้า (Credit Term) กับลูกค้า โดยบริษัทให้ Credit Term แก่ลูกค้าไม่เกิน 60 วัน และจำหน่ายสินค้าเกือบทั้งหมดในรูปแบบการให้สินเชื่อทางการค้า ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงกรณีลูกค้าประสบปัญหาทางธุรกิจและทำให้ชำระล่าช้า 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 และอยู่ระหว่างการลงทุนเริ่มแรกในทั้งสองประเทศ โดยบริษัทเริ่มรับรู้รายได้และกำไรจากการลงทุนในปากีสถานแล้วตั้งแต่ 2Q21 ที่ผ่านมา ขณะที่การลงทุนในอินโดนีเซียอยู่ระหว่างติดตั้งเครื่องจักร คาดจะเริ่มรับรู้รายได้เชิงพาณิชย์ได้อย่างเร็วใน 4Q21 – 1Q22 เป็นต้นไป ซึ่งบริษัทมีความเสี่ยงจากการการลงทุนในต่างประเทศที่อาจยังไม่คุ้นเคยหรือมีประสบการณ์มาก่อน 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	1,215	0	0
Dividends paid	-1,005	-123	-583	-236	-289
Others	-215	52	-30	15	12
Cash flow from financing	-916	-208	674	-322	-292
Net change in cash	42	27	745	72	79

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	92	119	864	937	1,015
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	2,280	2,548	2,792
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	3,542	3,790	4,163
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	1,035	1,035	1,035
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	2,354	2,613	2,920

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	6.3	12.5	13.9
Normalize ROE	58.9	30.9	10.2	19.3	21.1
Normalized ROCE	49.9	28.2	10.6	19.6	21.7
Risk (x)					
D/E	1.0	0.8	0.5	0.5	0.5
Net D/E	0.9	0.7	0.1	0.1	0.1
Net debt/EBITDA	1.3	1.5	0.8	0.4	0.3
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	4.42	4.90	5.47
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	6.7	20.3	30.7	14.6	12.0
Norm P/E	9.1	13.7	30.7	14.6	12.0
P/BV	6.5	5.2	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	8.7	11.2	18.3	10.4	8.5
Dividend yield (%)	17.8	1.5	8.4	3.4	4.2

Source: Company data, Finansia research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศ แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500	สำนักงานอัลมาลิก 25 อาคารอัลมาลิก ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999	สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อนุสาวรีย์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999	สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545	สาขา ประราชินี 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130
สาขา บางนา 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร 02-740-7100	สาขา มินท์ ทาวเวอร์ ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9 อาคาร มินท์ ทาวเวอร์ เลขที่ 719 ถนนบรรทัดทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700	สาขา สีลม 1 130-132 อาคารสีลม ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100	สาขา เคียนหวน (สินธร 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717	สาขา สาทร เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสโก้ทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร 02-036-4859
สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180	สาขา รัตนวิเศษ 576 ถ.รัตนวิเศษ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300	สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193		
สาขา ขอนแก่น 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925	สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรวิถี ต. หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589	สาขา เชียงใหม่ 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-711	สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120	สาขา สมุทรสาคร เลขที่ 813/30 ถนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045
สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599	สาขา นครราชสีมา 198/1 ตรอกสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323	สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดำคลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499	สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777	สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595
สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219	สาขา บัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รุดะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี 073-350-140-4			

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อการเสียหายใดๆ 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, PS, 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 โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ 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