

BUY

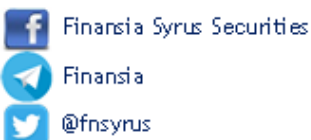
บมจ. ไทยยูเนี่ยน กรุ๊ป

Previous	BUY
<b>2022 Target Price (Bt)</b>	<b>30.0</b>
Price (23/02/2022)	20.9
up/downside (%)	+43.5
SET Index	1,696.45
Sector	Food & Beverage
Foreign limit/actual (%)	45.00/30.02
Free float (%)	60.55
Market cap (Bt m)	99,730.94
Avg daily T/O (Bt m) (2022 YTD)	548.47
hi, lo, avg (Bt) (2022 YTD)	21.50, 19.30, 20.55
IOD 2021	5
THAI CAC	Certified

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021	2022E	2023E
Revenue	132,402	141,048	142,783	149,922
Normalized profit	6,551	7,431	7,630	8,122
Net profit	6,246	8,013	7,630	8,122
EPS (Bt) - report	1.26	1.66	1.54	1.70
EPS (Bt) - norm	1.31	1.50	1.54	1.70
% growth y-y - norm	23.9	14.0	2.8	10.6
Dividend/share (Bt)	0.72	0.95	0.88	0.97
BV/share (Bt)	10.85	12.34	12.32	13.05
EV/EBITDA (x)	13.5	14.7	12.6	12.1
PER (x) - norm	15.9	14.0	13.6	12.3
PER (x)	16.6	12.6	13.6	12.3
PBV (x)	1.9	1.7	1.7	1.6
Dividend yield (%)	3.4	4.5	4.2	4.6
ROE (%)	12.6	12.5	12.9	12.9
YE No. of shares (million)	4,772	4,772	4,772	4,772
Par (Bt)	0.25	0.25	0.25	0.25

Source: Company data, Finansia estimates

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



## 2022 ปีแห่งการจัดการ Inflation และ Spin-Off

กำไรสุทธิ 4Q21 ทำได้ดี ทรงตัว Q-Q และโตสูง Y-Y จบปี 2021 มีกำไรสุทธิทำจุดสูงสุดใหม่โต +28.3% Y-Y ส่วนกำไรปกติโต +13.4% Y-Y บริษัทปรับเพิ่มเป้าหมายการเติบโตในปี 2022 แม้เผชิญต้นทุนที่สูงขึ้นทั้งวัตถุดิบและบรรจุภัณฑ์ แต่ได้ทยอยปรับขึ้นราคากับลูกค้าตั้งแต่ 4Q21 ที่ผ่านมา ขณะที่ Demand ยังดีต่อเนื่อง ขณะที่เรายกประมาณการ Conservative กว่าเป้าหมายใหม่ของบริษัท กอปรกับฐานที่สูงในปี 2021 จึงคาดกำไรปกติปี 2022 +2.7% Y-Y และคงราคาเป้าหมาย 30 บาท (SOTP) แจกจ่ายปันผลงวด 2H21 หุ้นละ 0.5 บาท Yield 2.4% และประกาศแผน Spin-Off ธุรกิจ Pet Care จะขาย IPO และพิจารณาให้ Pre-emptive Rights กับผู้ถือหุ้น TU ด้วย คาดจะเกิดขึ้นในช่วง 3Q22 ถือเป็น การปลดปล่อยมูลค่าของธุรกิจ Pet Care ที่แฝงอยู่ใน TU ยังแนะนำซื้อลงทุน

### กำไร 4Q21 ทำได้ดีตามคาด

กำไรสุทธิ 4Q21 เท่ากับ 1,930 ลบ. (ทรงตัว Q-Q, +32.4% Y-Y) หากไม่รวม FX Gain 136 ลบ., ต้นทุนปรับโครงสร้างธุรกิจ MerAlliance ไปแลนด์ -154 ลบ. และรายรับสินค้าช่วยเหลือผู้ประกอบการของ Red Lobster 83 ลบ. จะมีกำไรปกติที่ 1,865 ลบ. ดีกว่าคาด 6% (เราคาดไว้ 1,754 ลบ.) ถือเป็นกำไรที่ดี +20.8% Q-Q, +18.1% Y-Y สิ่งที่ดีคือ รายได้เติบโตทำจุดสูงสุดใหม่ทั้ง USD และสกุลบาทที่แตะระดับ 3.85 หมื่นลบ. (+8.3% Q-Q, +15.1% Y-Y) โดยโตทุกกลุ่มสินค้า Ambient, Frozen และ Pet Care จาก Demand ที่ยังดีและเริ่มปรับราคาขายขึ้นเพื่อสะท้อนต้นทุนที่ปรับขึ้น กอปรกับได้อานิสงส์จากบาทอ่อนค่า ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นปรับขึ้น 20 bps จาก 3Q21 และ 4Q20 มาอยู่ที่ 18.2% ใน 4Q21 จากรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นที่ดี สามารถหักล้างค่าใช้จ่ายที่สูงขึ้นได้ทั้งหมด โดยเฉพาะค่าขนส่งที่ปรับขึ้นต่อเนื่อง 2Q/3Q/4Q21 อยู่ที่ 200/480/680 ลบ. ตามลำดับ คิดเป็นสัดส่วนราว 13.5% ของค่าใช้จ่ายทั้งหมด เพิ่มขึ้นจากต้นปี 5%

จบปี 2021 มีกำไรสุทธิทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 8 พันลบ. (+28.3% Y-Y) ส่วนกำไรปกติเท่ากับ 7.4 พันลบ. (+13.4% Y-Y) ถือเป็นผลการดำเนินงานที่น่าประทับใจ ทำจุดสูงสุดใหม่ทั้งรายได้และอัตรากำไรขั้นต้น หักล้างค่าขนส่งที่สูงถึง 1.6 พันลบ. (9% ของค่าใช้จ่ายรวม) ได้ทั้งหมด ขณะที่ Red Lobster มีส่วนแบ่งขาดทุน (ไม่รวมรายการทางบัญชี) -178 ลบ. ทำได้ตามเป้าหมายที่ต้องการลดผลขาดทุนไม่ให้เกิน -200 ลบ. ลดลงจาก -1.18 พันลบ. ในปี 2020

### ปรับเป้าหมายการเติบโตปี 2022 หลังปรับขึ้นราคาสะท้อนต้นทุน

บริษัทปรับเพิ่มเป้าการเติบโตในปี 2022 โดยตั้งเป้ารายได้ +4%-5% Y-Y และตั้งเป้าอัตรากำไรขั้นต้นยังทรงตัวสูง 18%-18.5% (จาก 17%-18%) แม้จะเผชิญต้นทุนที่สูงขึ้นทั้งในส่วนของวัตถุดิบ น้ำมันพืช และบรรจุภัณฑ์ แต่บริษัทเริ่มทยอยปรับขึ้นราคากับลูกค้าทั้ง Frozen และ Ambient โดยบริษัทได้รวมผลกระทบของต้นทุนเข้าไปในเป้าหมายแล้ว ส่วนค่าขนส่งแม้ปัจจุบันยังทรงตัวสูง แต่เรามองว่าจะใกล้เคียงแล้ว โดยคาดต้นทุนค่าขนส่งปี 2022 น่าจะทรงตัวถึงปรับลงจาก 2021 ส่วน Red Lobster อาจเผชิญความท้าทายมากขึ้นจากทั้งโอมิครอนที่ระบาดในช่วง 1Q22 ซึ่งเป็น High Season ของธุรกิจ รวมถึงต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้น และปัญหาขาดแคลนแรงงาน มีโอกาสที่ปีนี้จะกลับมาขาดทุนมากขึ้นราว -350-450 ลบ.

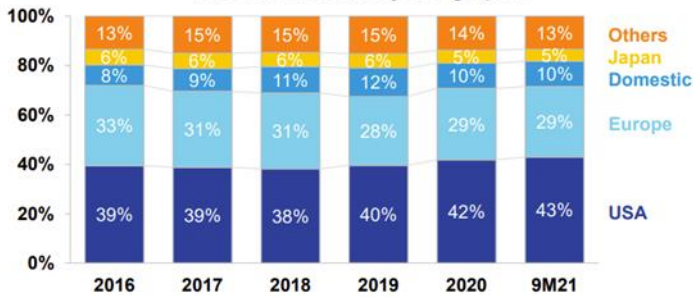
### คงประมาณการกำไรและราคาเป้าหมาย แนะนำซื้อลงทุน

เรายังคงสมมติฐาน Conservative ตามเดิม คาดรายได้ปี 2022 จะทรงตัวถึงปรับขึ้นเล็กน้อย และคาดอัตรากำไรขั้นต้นลดลงเป็น 17.8% ลด 40 bps ยังคาดกำไรปกติปี 2022 ไว้ตามเดิม +2.7% Y-Y และคงราคาเป้าหมาย 30 บาท (SOTP) ล่าสุดประกาศแผน Spin-Off บมจ.ไอ-เทล คอร์ปอเรชั่น (ITC) โดยมีแผนขาย IPO 600 ล้านหุ้น ให้กับประชาชนทั่วไป, ให้กับผู้บริหารและพนักงานของ ITC (โครงการ ESOP) และให้สิทธิกับผู้ถือหุ้น TU (Pre-emptive Rights) ด้วย คาดจะเกิดขึ้นใน 3Q22 และหลัง IPO TU จะยังเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ในสัดส่วน 77.64% ถือเป็น การปลดปล่อยมูลค่าของธุรกิจ Pet Care ที่แฝงอยู่ใน TU

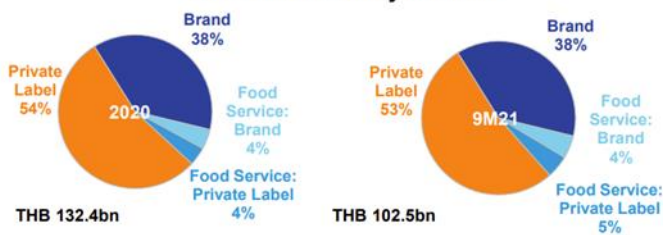
**Company Overview**

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

**Sales Breakdown by Geographic**



**Sales Breakdown by Business**



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

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

**Valuation Methodology**

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

**ESG**

**Environment**

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

**Social**

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

**Governance**

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

**4Q21 Earnings Result**

(Bt=mn)	4Q21	3Q21	%Q-Q	4Q20	%Y-Y	2021	2020	% Y-Y
Sales revenue	38,501	35,539	8.3	33,464	15.1	141,048	132,402	6.5
Costs	31,478	29,148	8.0	27,441	14.7	115,321	108,985	5.8
Gross profit	7,023	6,391	9.9	6,023	16.6	25,727	23,418	7.9
SG&A costs	5,047	4,506	12.0	4,084	23.6	17,471	15,596	12.0
Interest charge	455	444	2.5	415	9.6	1,730	1,724	0.3
Norm profit	1,865	1,544	20.8	1,579	18.1	7,431	6,551	13.4
Net profit	1,930	1,937	-0.3	1,458	32.4	8,013	6,246	28.3
Gross margin %	18.2	18.0	2.0	18.0	0.2	18.2	17.7	0.5
SG&A as % of Sales	13.1	12.7	10.4	12.2	0.9	11.7	11.2	0.5
Net margin %	5.0	5.4	-0.4	4.4	0.6	5.4	4.7	0.7

Source: Company Data



## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

### ความเสี่ยงด้านข้อกำหนดและกฎระเบียบในต่างประเทศ

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

### ความเสี่ยงจากอุปสรรคทางการค้าด้านภาษีและไม่ใช่ภาษี

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

### ความเสี่ยงจากการแข่งขันที่รุนแรง

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

### ความเสี่ยงจากในการจัดหาและราคาวัตถุดิบ

ราคาวัตถุดิบที่สำคัญของบริษัทคือ ปลาทูน่า และกุ้ง ซึ่งถือเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ชนิดหนึ่ง ที่ไม่มีเครื่องมือบริหารความเสี่ยงโดยตรง และมีการเปลี่ยนแปลงราคาเพิ่มขึ้นหรือลดลงอย่างรวดเร็ว ซึ่งหากบริษัทไม่มีวิธีการบริหารจัดการที่ดี อาจกระทบต่อความสามารถในการกำไรของบริษัทได้

### ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

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

### ความเสี่ยงจากการขาดแคลนแรงงานหรือค่าแรงขั้นต่ำปรับตัวสูงขึ้น

เนื่องจากอุตสาหกรรมอาหาร โดยเฉพาะอาหารทะเล ถือเป็นธุรกิจที่พึ่งพิงแรงงานเข้มข้น เพราะในสายการผลิตบางสาย เช่น การถอดก้างปลา ที่ไม่สามารถใช้เครื่องจักรแทนคนได้ ทำให้ยังต้องอาศัยแรงงานจำนวนมาก ปัจจุบันแรงงานของบริษัทพึ่งพิงแรงงานต่างด้าวราวครึ่งหนึ่งของแรงงานทั้งหมด จึงอาจมีความเสี่ยงที่บริษัทอาจประสบปัญหาขาดแคลนแรงงาน หรือในกรณีที่มีการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำอาจกระทบต่อต้นทุนของบริษัทได้

**Income Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Revenue	126,275	132,402	141,048	142,783	149,922
Cost of sales	106,165	108,985	115,321	117,367	123,086
Gross profit	20,110	23,418	25,727	25,415	26,836
SG&A	16,266	15,596	17,471	16,920	17,841
Operating profit	5,483	9,531	9,066	10,280	10,794
Other income	1,639	1,710	811	1,785	1,799
EBIT	5,483	9,531	9,066	10,280	10,794
EBITDA	9,174	13,486	13,250	14,764	15,528
Interest charge	2,056	1,724	1,730	1,755	1,742
Tax on income	158	724	742	853	905
Earnings after tax	3,270	7,083	6,595	7,673	8,147
Minority interest	-352	-263	-259	-428	-450
Normalized earnings	5,054	6,551	7,431	7,630	8,122
Extraordinary items	-1,238	-305	582	0	0
Net profit	3,816	6,246	8,013	7,630	8,122

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Net profit	3,816	6,246	8,013	7,630	8,122
Deprec. & amortization	3,691	3,955	4,184	4,484	4,734
Change in working capital	2,343	2,487	-9,944	6,829	-1,769
Other adjustments	790	-574	1,677	386	425
Cash flow from operations	10,640	12,114	3,929	19,330	11,513
Capital expenditure	-3,124	-4,737	-5,850	-6,000	-5,000
Others	2,651	1,796	-5,413	-1,694	-1,945
Cash flow from investing	-473	-2,941	-11,263	-7,694	-6,945
Free cash flow	10,166	9,173	-7,334	11,635	4,567
Net borrowings	789	-5,539	5,836	-7,152	-60
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	-2,005	-4,369	-4,470	-4,223	-4,630
Others	-5,846	2,331	8,705	179	550
Cash flow from financing	-7,062	-7,577	10,070	-11,196	-4,140
Net change in cash	3,104	1,597	2,737	440	427

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Cash	4,689	6,286	9,723	9,462	9,890
Accounts receivable	14,869	13,320	16,308	15,569	16,348
Inventory	36,873	38,546	46,636	38,587	40,467
Other current assets	3,115	2,312	2,196	2,864	3,006
Total current assets	59,547	60,465	74,863	66,482	69,710
Investments	22,094	21,820	28,615	28,615	28,615
Plant, property & equipment	25,910	26,691	28,357	29,873	30,139
Other assets	34,358	35,599	34,769	34,268	35,981
Total assets	141,909	144,575	166,604	159,238	164,446
Short-term loans	11,182	13,406	9,673	11,744	12,356
Accounts payable	19,323	19,068	21,351	20,901	21,919
Current maturities	4,098	8,147	14,937	14,000	14,000
Other current liabilities	1,205	3,392	2,121	1,285	1,299
Total current liabilities	35,808	44,013	48,081	47,930	49,575
Long-term debt	44,625	36,862	46,431	37,208	36,536
Other non-current liab.	9,681	7,964	9,878	10,994	11,544
Total non-current liab.	54,306	44,825	56,309	48,202	48,080
Total liabilities	90,114	88,838	104,391	96,132	97,655
Registered capital	1,493	1,493	1,493	1,493	1,493
Paid up capital	1,193	1,193	1,193	1,193	1,193
Share premium	19,948	19,948	19,948	19,948	19,948
Legal reserve	149	149	149	149	149
Retained earnings	27,133	30,895	38,028	37,960	41,453
Minority Interests	3,372	3,551	2,894	3,855	4,048
Shareholders' equity	51,795	55,737	62,213	63,106	66,791

**Key Ratios**

	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>Growth (%)</b>					
Revenue	-5.3	4.9	6.5	1.2	5.0
EBITDA	13.5	47.0	-1.8	11.4	5.2
Net profit	17.2	63.7	28.3	-4.8	6.4
Normalized earnings	23.6	29.6	13.4	2.7	6.4
<b>Profitability (%)</b>					
Gross profit margin	15.9	17.7	18.2	17.8	17.9
EBITDA margin	7.3	10.2	9.4	10.3	10.4
EBIT margin	4.3	7.2	6.4	7.2	7.2
Normalized profit margin	4.0	4.9	5.3	5.3	5.4
Net profit margin	3.0	4.7	5.7	5.3	5.4
Normalized ROA	3.6	4.5	4.5	4.8	4.9
Normalized ROE	10.4	12.6	12.5	12.9	12.9
Normalized ROCE	5.2	9.5	7.6	9.2	9.4
<b>Risk (x)</b>					
D/E	1.9	1.7	1.8	1.6	1.6
Net D/E	1.8	1.6	1.6	1.5	1.4
Net debt/EBITDA	9.3	6.1	7.2	5.9	5.7
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	0.80	1.26	1.66	1.54	1.70
Normalized EPS	1.06	1.31	1.50	1.54	1.70
EBITDA	1.92	2.83	2.78	3.09	3.25
Book value	10.07	10.85	12.34	12.32	13.05
Dividend	0.47	0.72	0.95	0.88	0.97
Par	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	26.1	16.6	12.6	13.6	12.3
Norm P/E	19.7	15.9	14.0	13.6	12.3
P/BV	2.1	1.9	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA	20.2	13.5	14.7	12.6	12.1
Dividend yield (%)	2.2	3.4	4.5	4.2	4.6

Source: Company data, Finansia research

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

<b>สำนักงานใหญ่</b> 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500	<b>สำนักงานอัลมาลิ่งค์</b> 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999	<b>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1</b> 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พินเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อนุสาวรีย์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999	<b>สาขา บางกระบือ</b> 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545	<b>สาขา ประชาชื่น</b> 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130
<b>สาขา บางนา</b> 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	<b>สาขา มินท์ ทาวเวอร์</b> ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9 อาคาร มินท์ ทาวเวอร์ เลขที่ 719 ถนนบรมหัตถ์ทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700	<b>สาขา สีลม 1</b> 130-132 อาคารสีลม 1 ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิบูลย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100	<b>สาขา เคียนหวน (สีลม 2)</b> 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิบูลย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717	<b>สาขา สาทร</b> เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสโก้ทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร 02-036-4859
<b>สาขา รังสิต</b> 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180	<b>สาขา รัตนาธิเบศร์</b> 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300	<b>สาขา แจ้งวัฒนะ</b> 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิคเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193		
<b>สาขา ขอนแก่น</b> 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925	<b>สาขา อุดรธานี</b> 197/29, 213/3 ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589	<b>สาขา เชียงใหม่</b> 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-711	<b>สาขา เชียงราย</b> 758 ถ.พหลโยธิน ต.เวียง อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120	<b>สาขา สมุทรสาคร</b> เลขที่ 813/30 ถนนนเรศวร ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045
<b>สาขา แม่สาย</b> 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599	<b>สาขา นครราชสีมา</b> 198/1 ต.ระดมราษฎร์ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323	<b>สาขา อนุสาวรีย์</b> 22/18 ถ.หลวงพ่อดิลก ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499	<b>สาขา หาดใหญ่</b> 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777	<b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b> 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595
<b>สาขา ดรง</b> 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219	<b>สาขา ปัตตานี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุตะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี 073-350-140-4			

**คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน**

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

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

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

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

Thai Institute of Directors Association (IOD) – Corporate Governance Report Rating 2021

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") เปิดเผยมต่อสาธารณะ 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 ตุลาคม 2564) มี 2 กลุ่ม คือ
  - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
  - ได้รับการรับรอง CAC