

T-BUY

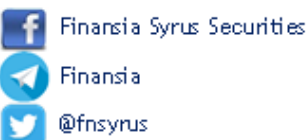
บมจ. เอ็นอาร์ อินสแตนซ์ โปรดิวซ์

Previous	T-BUY
2022 Target Price (Bt)	8.0
Price (02/03/2022)	7.7
up/downside (%)	+3.9
SET Index	1,689.81
Sector	Food & Beverage
Foreign limit/actual (%)	49.00/20.78
Free float (%)	27.82
Market cap (Bt m)	10,915.94
Avg daily T/O (Bt m) (2022 YTD)	83.61
hi, lo, avg (Bt) (2022 YTD)	9.25, 7.15, 8.27
IOD 2021	N/R
THAI CAC	Declared

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021	2022E	2023E
Revenue	1,408	2,100	2,442	2,795
Normalized profit	212	166	326	375
Net profit	124	221	269	318
EPS (Bt) - norm	0.16	0.12	0.23	0.26
EPS (Bt)- reported	0.11	0.16	0.19	0.22
% growth y-y	187.7	41.6	22.0	17.9
Dividend/share (Bt)	0.04	0.04	0.08	0.09
BV/share (Bt)	1.90	1.90	2.00	2.13
EV/EBITDA (x)	36.3	29.3	21.9	18.6
PER (x) - norm	49.2	65.8	33.4	29.1
PER (x)	70.0	49.4	40.5	34.4
PBV (x)	4.1	4.1	3.8	3.6
Dividend yield (%)	0.6	0.5	1.0	1.2
ROE (%)	8.2	5.9	11.0	11.8
YE No. of shares (million)	1,356	1,418	1,418	1,418
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

Source: Company data, FSS estimates

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



โครงสร้างรายได้เริ่มเปลี่ยน ยังเดินหน้า M&A ต่อ

ประชุมวานนี้ ผู้บริหารยังให้ภาพการเติบโต **Aggressive** จากการฟื้นตัวของธุรกิจเดิม และแผน **M&A** อย่างต่อเนื่อง ซึ่งกลายเป็นหนึ่งในกลยุทธ์หลัก **PU 2021** ได้เข้าซื้อธุรกิจ **E-Commerce** รวม 4 ดิล ทำให้สัดส่วนรายได้เพิ่มขึ้นเป็น **18%** และมีแผนเพิ่มเป็น **30%** ในระยะถัดไป ส่วนเป้า **Plant-Based** ลดลงเป็น **10%** (สิ้นปี 2021 เหลือ **3%**) จากเดิมเคยตั้งเป้า **30%** ทำให้การเติบโตหลังจากนี้จะเป็นการทำ **M&A** และรายได้จากธุรกิจ **Trading** จะมากขึ้น นอกจากนี้ยังมีแผนเข้าสู่ธุรกิจชุดบิตคอยน์ (ด้วยพลังงานสะอาด) ทั้งนี้ด้วย **Operation** หลักที่ฟื้นตัวช้ากว่าที่เคยคาด เราจึงปรับลดกำไรปี **2022** ลง **8%** คาดกำไรสุทธิโต **22% Y-Y** ส่วนกำไรปกติโต **96.9% Y-Y** ไม่รวมกำไรขายเงินลงทุนที่อาจเกิดขึ้นใน **2Q22-3Q22** และไม่รวมธุรกิจบิตคอยน์ เราปรับลดราคาเป้าหมายเป็น **8 บาท** จากเดิม **9 บาท** (อิง PE เดิม **35 เท่า**) แนะนำเพียงเก็งกำไร

โครงสร้างรายได้เปลี่ยน E-Commerce (Trading) เริ่มใหญ่ขึ้น

บริษัทมีกำไรสุทธิ 4Q21 เท่ากับ 135 ลบ. ทำ New High หากไม่รวมกำไรขายเงินลงทุน 99.6 ลบ. (เป็นการขาย 25% ในธุรกิจกัญชง GTH และเป็น Non Cash) และรายการ Non-Operation อื่นๆ จะมีกำไรปกติที่ 38 ลบ. (-40.4% Q-Q, -52.3% Y-Y) รายได้ดูดีขึ้น หลังเข้าซื้อหลายธุรกิจในปี 2021 แต่ค่าใช้จ่ายเร่งขึ้น +55.2% Q-Q, +156.4% Y-Y จากโครงสร้างอัตรากำไรที่เริ่มเปลี่ยนไป และมีการรับรู้ค่าตัดจำหน่ายจากการซื้อธุรกิจ E-Commerce จบปี 2021 มีรายได้ทำจุดสูงสุดใหม่ 2.1 พันลบ. +49.1% Y-Y และมีสัดส่วนรายได้ E-Commerce เพิ่มขึ้นเป็น 18% ของรายได้รวม ขณะที่รายได้จากธุรกิจ Ethnic Food (กลุ่มซอส เครื่องแกง และเครื่องปรุงรส) มีสัดส่วนลดลงเป็น 78% จาก 89% ในปี 2020 ส่วนรายได้จาก Plant-Based ลดลงเป็น 64 ลบ. -41.3% Y-Y ทำให้สัดส่วนรายได้เหลือเพียง 3% จาก 7.7 ในปี 2020

เป้าหมายรายได้ของผู้บริหารยัง Aggressive ตามเดิม

ผู้บริหารยังตั้งเป้ารายได้ในปี 2022 Aggressive เติบโตสูงถึง 50%-70% มาจากธุรกิจเดิมที่จะกลับมาฟื้นตัวหลังโควิดคลี่คลาย, รับรู้ผลการดำเนินงานหลายธุรกิจที่ซื้อในปีก่อนได้เต็มปี และยังมีแผนเข้าซื้อกิจการ M&A หรือ JV อย่างน้อย 5-7 ดิลในปีนี้ โดยบริษัทเริ่มโฟกัสไปที่ธุรกิจ E-Commerce มากขึ้น ซึ่งเป็นการเข้าซื้อแบรนด์หรือธุรกิจที่มีผลิตภัณฑ์ขายดิบ Amazon.com หรือล่าสุดได้เข้าลงทุนใน Indeem Group ซึ่งเป็น Online Platform สัญชาติไทย ซึ่งเป็นธุรกิจที่มาร์จิ้นสูง แต่ค่าใช้จ่ายก็สูงเช่นเดียวกัน บริษัทตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนรายได้ E-Commerce ในระยะกลางเป็น 30% และ Plant-Based Food เป็น 10% (ตอน IPO เคยตั้งเป้าไว้ 30%) จะทำให้สัดส่วนรายได้จากธุรกิจผลิตราย Ethnic Food ททยลดลงต่อเนื่อง เพราะเติบโตช้ากว่า E-Commerce ที่หลังจากนี้เชื่อว่าจะเติบโตจากการ M&A เป็นหลัก

มีแผนเข้าสู่ธุรกิจชุดบิตคอยน์ ส่วนผลกระทบต่อสงครามยังจำกัด

บริษัทเตรียมเข้าสู่ธุรกิจ Crypto Mining แม้ในที่ประชุมวานนี้ ผู้บริหารยังไม่สามารถเปิดเผยแผนและเป้าหมายได้มากนัก เบื้องต้นคาดว่าจะเป็นในลักษณะการทำธุรกิจชุดบิตคอยน์ด้วยพลังงานสะอาด ภายใต้แนวคิด Decarbonization เพื่อให้บรรลุเป้าหมายในการลดการปล่อย Carbon ให้ได้มากที่สุด จนถึงขั้นได้ Carbon Credit ทั้งนี้บริษัทแจ้งตลาดว่ามีแผนซื้อเครื่องชุดบิตคอยน์ราว 2,200 เครื่อง เรายังไม่รวมส่วนนี้ไว้ในประมาณการของเรา ขณะที่ประเด็นสงครามยังกระทบจำกัด โดยบริษัทไม่มีการขายไปรัสเซีย แต่ผู้บริหารแจ้งว่ามีการขายไปยุโรปราว 45% ถือว่ามีความเสี่ยงหากสงครามยืดเยื้อ อาจทำให้แผนการโตที่ยุโรปทำไม่ได้ตามเป้า

ปรับลดกำไรและราคาเป้าหมาย

จากกำไรปกติปี 2021 ต่ำกว่าที่เราเคยคาด และปัญหาค่าขนส่งที่ยังอยู่ในระดับสูง กอปรกับโครงสร้างกำไรของบริษัทเปลี่ยนไป เราจึงปรับลดกำไรปี 2022 ลง 8% คาดมีกำไรสุทธิและกำไรปกติเป็น 269 ลบ. +22% Y-Y และ 326 ลบ. +96.9% Y-Y (ส่วนที่ต่างกันคือ ค่าตัดจำหน่ายเข้าซื้อกิจการที่เกิดขึ้นตั้งแต่ก่อน IPO ปีละ 57 ลบ.) ไม่รวมกำไรจากการขายเงินลงทุนที่อาจเกิดขึ้นในช่วง 2Q22-3Q22 ซึ่งถือเป็นหนึ่งในกลยุทธ์ของบริษัทในการบริหารจัดการสินทรัพย์และเงินลงทุนต่างๆ และปรับลดราคาเป้าหมายเป็น 8 บาท จากเดิม 9 บาท (อิง PE เดิม 35 เท่า)

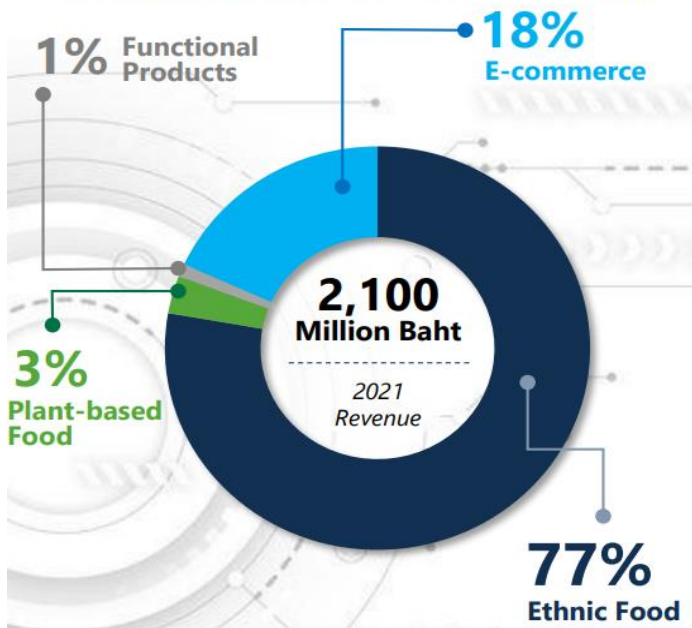
Company Overview

NRF ดำเนินธุรกิจเป็นผู้ผลิต จัดหา และจำหน่ายผลิตภัณฑ์ปรุงรสอาหาร อาหารสำเร็จรูป เครื่องปรุงสำหรับประกอบอาหาร และอาหารโปรตีนจากพืช สามารถแบ่งออกเป็น 3 กลุ่มธุรกิจ

1. ธุรกิจ Ethnic Food ปัจจุบันมีผลิตภัณฑ์กว่า 2,000 SKUs และมากกว่า 500 สูตรอาหาร ของทั้งสินค้าภายใต้ตราสินค้าของบริษัท และสินค้ารับจ้างผลิต
2. ธุรกิจ Plant-Based Food เช่น เนื่องจากขนุน เส้นบุก นมถั่วเหลือง และมีการขยายช่องทางการขายทั้งในและต่างประเทศ
3. ธุรกิจ E-Commerce ปัจจุบันมีแบรนด์ที่ซื้อเข้ามาแล้วได้แก่ Prime Labs, SOL Trading, Well Path และมีการเข้าซื้อ Online Platform ชื่อ Indeem Group

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

2021 OPERATING REVENUE STRUCTURE



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

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ NRF โดยอิง PE ที่ 35 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของบริษัทที่ทำซอส และเครื่องปรุงอาหารทั่วโลก

ESG

Environment

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

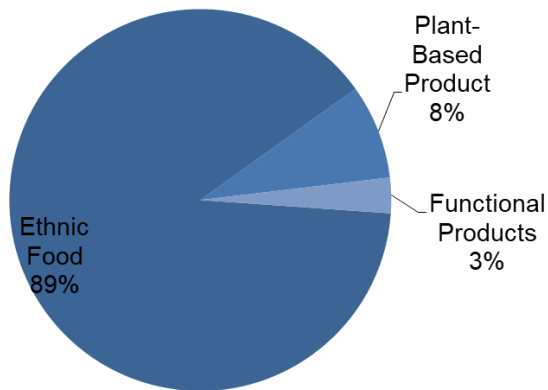
Social

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

Governance

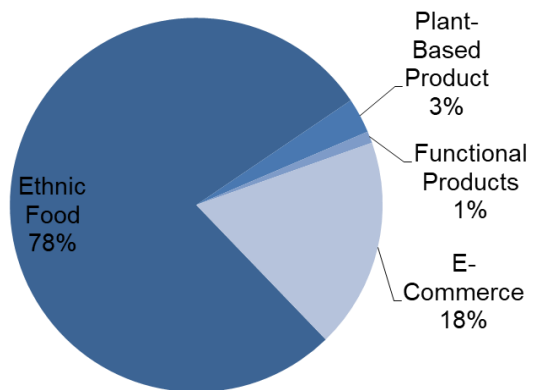
- บริษัทกำหนดแนวทางการดำเนินธุรกิจตามที่จัดทำโดยตลท. กลด. รวมถึงหลักเกณฑ์ ASEAN CG Scorecard โดยมีหลักปฏิบัติ 8 ข้อ ได้แก่ ตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการ, กำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายของกิจการตามหลักความยั่งยืน, เสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิภาพ, สรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูง, ส่งเสริมนวัตกรรมและประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อ,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

สัดส่วนรายได้แบ่งตามกลุ่มสินค้าปี 2020



Source: Company Data

สัดส่วนรายได้แบ่งตามกลุ่มสินค้าปี 2021



Source: Company Data

สัดส่วนรายได้ E-Commerce เริ่มเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ หลังเข้าซื้อหลายแบรนด์ในปี 2021

2021 E-Commerce Highlights



In 2021 we were able to successfully acquire 3 Amazon choice brands in different product areas within the functional category. Our average acquisition cost was 3-4x EBITDA on a cash basis. In the end of the year to seek a distribution platform for our brands we acquired 51% in Indeem.

Q1/2021	Q2/2021	Q3/2021	Q4/2021
<ul style="list-style-type: none"> Acquired leading men supplement brand Prime Labs 	<ul style="list-style-type: none"> Acquired SOL Trading 	<ul style="list-style-type: none"> Acquired gummy and supplement brand WellPath Acquired Indeem Group to create omni-channel platform 	<ul style="list-style-type: none"> Acquired Indeem Group to create omni-channel platform in Thailand and serve as a distribution platform for our products. 

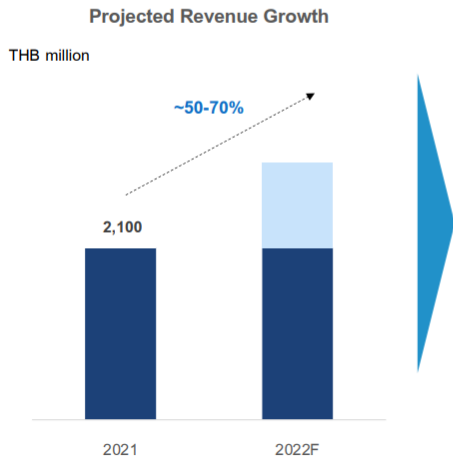
Source: Company Presentation

ตั้งเป้ารายได้ปี 2022 Aggressive โต 50%-70%

2022 Revenue Drivers



Continuing investment and full-year revenue contribution from portfolio companies and will boost revenue growth in 2022



3/2/22 Strictly private and confidential NR Instant produce PCL
Source: Company Presentation

E-Commerce

- Acquisition of leading brands in food and supplement category on Amazon
- Expansion of sales channel beyond Amazon
- Full-year revenue contribution and continue expansion of Indeem Group online platform

Decarbonization (Not incorporated in projections)

- Pilot decarbonization plant and clean crypto mining

Plant-based food

- US retail market expansion
- Nove eats launch into the United states
- Launch NRPT experience store in Thailand

Specialty (Ethnic) Foods

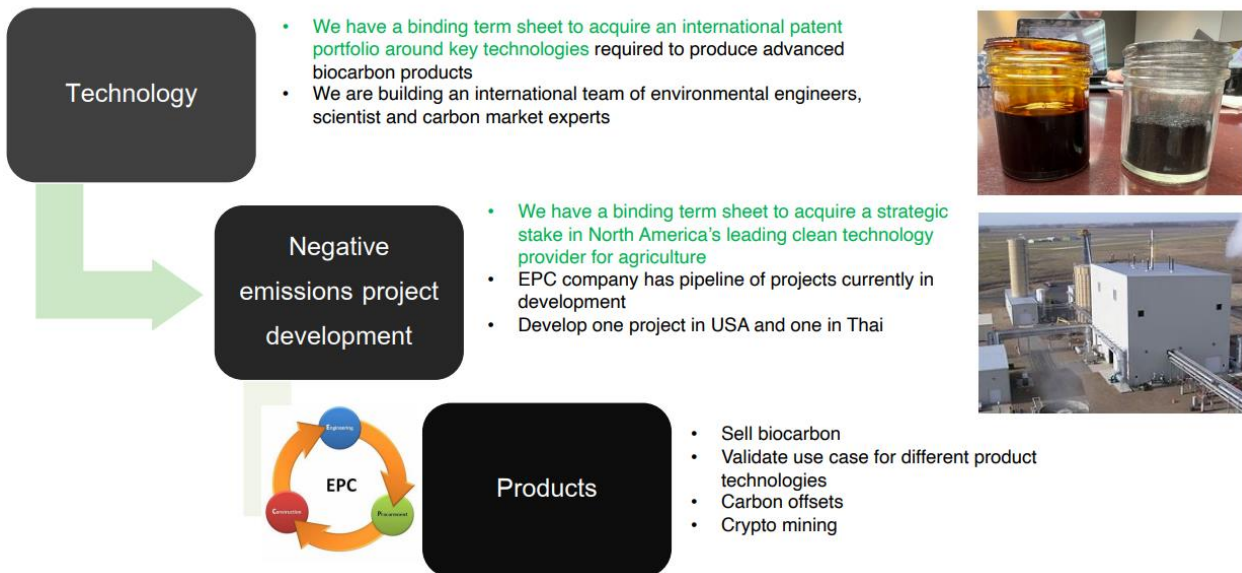
- Deeper distribution focus in the UK, USA, China
- NFT Driven marketing in North America
- Production scale up from pet food business

Regeneration Capital

- Strategic M&A
- Sale of portfolio companies if our 5-year MRR is met
- Seek potential listing of key subsidiary companies

แนวทางการการใช้พลังงานแบบ Decarbonization (มีแผนใช้กับ Crypto Mining ด้วย)

2022 Decarbonization roadmap



Source: Company Presentation

สมมติฐานที่ใช้ในการคาดการณ์ผลการดำเนินงาน NRF

Assumptions	Actual	Forecast			% Growth		
	2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
Ethnic Food	1,623	1,866	2,099	2,278	15.0	12.5	8.5
% to Sales	77.3	76.4	75.1	74.7	-0.9	-1.3	-0.4
Plant Based Food	64	77	96	113	20.0	25.0	18.0
% to Sales	3.0	3.1	3.4	3.7	0.1	0.3	0.3
E-Commerce	384	499	599	659	30.0	20.0	10.0
% to Sales	18.3	20.4	21.4	21.6	2.1	1.0	0.2
Total Sale (mb)	2,100	2,443	2,795	3,050	16.3	14.4	9.1
% Gross Margin	38.9	41.5	41.8	42.0	2.6	0.3	0.2
SG&A Expense (mb)	632	745	852	930	17.9	14.4	9.2
% SG&A to Sale	30.1	30.5	30.5	30.5	0.4	0.0	0.0
Profit Sharing	-53	37	42	46	nm	13.5	9.5
Net Profit (mb)	221	269	318	346	22.0	17.9	8.8
% Margin	10.5	11.0	11.4	11.3	0.5	0.4	-0.1
Norm Profit (mb)	166	326	375	402	96.9	14.8	7.4
% Margin	7.9	13.4	13.4	13.2	5.5	0.0	-0.2

Source: FSS Research

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของเทรนด์การบริโภค Plant-Based Food

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

ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

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

ความเสี่ยงจากการแข่งขันในตลาดรับจ้างผลิต

ปัจจัยที่กระทบต่อความสามารถในการแข่งขันของบริษัทคือ ราคาขาย และราคาต้นทุนวัตถุดิบที่ผันผวนตามราคาตลาด โดยลูกค้าสามารถเปลี่ยนผู้รับจ้างผลิตรายอื่นแทนบริษัทได้ หากลูกค้าได้รับการเสนอราคาที่พอใจกว่า

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

วัตถุดิบหลักของบริษัทส่วนใหญ่เป็นผลผลิตทางการเกษตร เช่น พืช ปลายข้าว และประมง ซึ่งมีราคาเปลี่ยนแปลงขึ้นอยู่กับ Demand Supply ของผลผลิตชนิดนั้นๆ ซึ่งเป็นปัจจัยภายนอกที่บริษัทไม่สามารถควบคุมได้ ทั้งนี้หากราคาวัตถุดิบเปลี่ยนแปลง และบริษัทไม่สามารถปรับขึ้นราคาขายเพื่อสะท้อนต้นทุนสินค้าได้ทันที่ อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	1,408	2,100	2,442	2,795	3,050
Cost of sales	974	1,284	1,429	1,627	1,769
Gross profit	434	817	1,014	1,168	1,281
SG&A	257	632	745	852	930
Operating profit	177	184	269	316	351
Other income	36	83	85	98	107
EBIT	213	267	354	414	458
EBITDA	303	424	561	670	764
Interest charge	46	64	62	68	71
Tax on income	27	72	59	70	86
Earnings after tax	140	132	233	276	300
Minority interest	0	-1	0	0	0
Normalized earnings	212	166	326	375	403
Extraordinary items	-88	55	-57	-57	-57
Net profit	124	221	269	318	346

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Net profit	124	221	269	318	346
Deprec. & amortization	90	157	207	257	307
Change in working capital	-188	-278	-37	-53	-38
Other adjustments	93	56	-36	-41	-43
Cash flow from operations	119	154	403	480	571
Capital expenditure	-365	-189	-500	-500	-500
Others	-227	-736	276	30	53
Cash flow from investing	-469	-975	-224	-470	-447
Free cash flow	-350	-821	179	10	124
Net borrowings	-748	237	-22	-36	-27
Equity capital raised	1,299	121	0	0	0
Dividends paid	0	-6	-108	-127	-138
Others	-128	516	240	81	59
Cash flow from financing	423	868	110	-82	-106
Net change in cash	82	85	289	-72	17

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Cash	224	309	598	527	544
Accounts receivable	284	498	428	490	535
Inventory	188	197	235	267	291
Other current assets	25	277	294	300	303
Total current assets	722	1,282	1,556	1,584	1,673
Investments	304	601	440	503	549
Plant, property & equipment	637	599	892	1,136	1,329
Other assets	1,695	2,181	2,103	2,051	1,998
Total assets	3,358	4,662	4,991	5,274	5,550
Short-term loans	143	140	158	162	175
Accounts payable	202	315	274	312	339
Current maturities	67	40	40	40	40
Other current liabilities	37	72	61	70	76
Total current liabilities	449	567	533	584	631
Long-term debt	5	920	880	840	800
Other non-current liab.	329	322	562	643	702
Total non-current liab.	335	1,242	1,442	1,483	1,502
Total liabilities	784	1,809	1,975	2,067	2,132
Registered capital	1,421	1,485	1,485	1,485	1,485
Paid up capital	1,356	1,418	1,418	1,418	1,418
Share premium	1,165	1,225	1,225	1,225	1,225
Legal reserve	30	41	41	41	41
Retained earnings	23	131	293	484	691
Minority Interests	0	38	39	39	42
Shareholders' equity	2,574	2,853	3,015	3,207	3,417

Key Ratios

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Growth (%)					
Revenue	26.8	49.1	16.3	14.4	9.1
EBITDA	53.3	40.0	32.2	19.5	14.0
Net profit	205.2	77.5	22.0	17.9	8.8
Normalized earnings	59.7	-21.8	96.9	14.8	7.4
Profitability (%)					
Gross profit margin	30.8	38.9	41.5	41.8	42.0
EBITDA margin	21.5	20.2	23.0	24.0	25.0
EBIT margin	15.1	12.7	14.5	14.8	15.0
Normalized profit margin	15.1	7.9	13.4	13.4	13.2
Net profit margin	8.8	10.5	11.0	11.4	11.3
Normalized ROA	6.3	3.6	6.5	7.1	7.3
Normalized ROE	8.2	5.9	11.0	11.8	11.9
Normalized ROCE	7.3	6.5	7.9	8.8	9.3
Risk (x)					
D/E	0.3	0.6	0.7	0.7	0.6
Net D/E	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5
Net debt/EBITDA	1.8	3.5	2.5	2.3	2.1
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.11	0.16	0.19	0.22	0.24
Normalized EPS	0.16	0.12	0.23	0.26	0.28
EBITDA	0.22	0.30	0.40	0.47	0.54
Book value	1.90	1.90	2.00	2.13	2.27
Dividend	0.04	0.04	0.08	0.09	0.10
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	70.0	49.4	40.5	34.4	31.6
Norm P/E	49.2	65.8	33.4	29.1	27.1
P/BV	4.1	4.1	3.8	3.6	3.4
EV/EBITDA	36.3	29.3	21.9	18.6	16.4
Dividend yield (%)	0.6	0.5	1.0	1.2	1.3

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500	สำนักงานอัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999	สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อนุสาวรีย์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999	สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ 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 มินท์ ทาวเวอร์ ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9 อาคาร มินท์ ทาวเวอร์ เลขที่ 719 ถนนบรมราชตัดทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700	สาขา สีลม 1 130-132 อาคารสีลม 1 ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิญญู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100	สาขา เคียนหวน (สีลม 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิญญู 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 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 (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925	สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรธานี 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 758 ถ.พหลโยธิน ต.เวียง อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120	สาขา สมุทรสาคร เลขที่ 813/30 ถนนนเรศวร 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 ต.ระกอบสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323	สาขา อนุสาวรีย์ 22/18 ถ.หลวงพ่อดิลก 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 ดรง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219	สาขา ปัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุตะมิแล 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 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, LI, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SRI, 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 เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 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 ตุลาคม 2564) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC