

NSL (NSL TB)

BUY

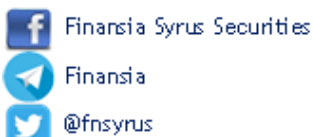
บมจ. เอ็นเอสแอล ฟู้ดส์

Previous	BUY
2022 Target Price (Bt)	21.0
Price (04/03/2022)	17.3
up/downside (%)	+21.4
SET Index	1,671.72
Sector	Food & Beverage
Foreign limit/actual (%)	49.00/0.07
Free float (%)	25.00
Market cap (Bt m)	5,190.00
Avg daily T/O (Bt m) (2022 YTD)	17.67
hi, lo, avg (Bt) (2022 YTD)	20.00, 17.20, 18.64
IOD 2021	N/R
THAI CAC	N/A

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021	2022E	2023E
Revenue	2,923	3,038	3,418	3,784
Normalized profit	151	191	248	286
Net profit	151	191	248	286
EPS (Bt) - norm	0.67	0.64	0.83	0.95
EPS (Bt)- reported	0.68	0.64	0.83	0.95
% growth y-y	-26.0	-6.3	29.9	15.1
Dividend/share (Bt)	0.04	0.50	0.66	0.76
BV/share (Bt)	1.52	4.17	4.34	4.53
EV/EBITDA (x)	15.6	16.2	12.6	11.1
PER (x) - norm	25.7	27.2	20.9	18.2
PER (x)	25.4	27.2	20.9	18.2
PBV (x)	11.4	4.1	4.0	3.8
Dividend yield (%)	0.3	2.9	3.8	4.4
ROE (%)	33.3	15.3	19.1	21.0
YE No. of shares (million)	225	300	300	300
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



ต้นทุนเริ่มปรับขึ้น แต่ยังบริหารจัดการได้

จากประชุม Opp Day ระยะสั้นคาดการณ์ได้ 1Q22 พันตัวต่อเนื่องจาก 4Q21 หลังโควิดคลี่คลาย และคาดการณ์ตาม SSSG ของ 7-11 ที่คาด +10%-12% Y-Y ใน 1Q22 ผู้บริหารตั้งเป้ารายได้ปี 2022 เติบโต +28% Y-Y จากฐานต่ำปีก่อนที่ +3.9% Y-Y และคาดว่าจะกลับมาเติบโตทั้งสินค้าเดิม ผ่าน 7-11 เป็นหลัก และยังมีขยายสาขามากขึ้นทั้งในไทย และกัมพูชา รวมถึงมีแผนออกสินค้าใหม่ทั้งภายใต้แบรนด์ตนเอง และเตรียมออกสินค้าใหม่กลุ่ม Ready to Eat ซึ่งปัจจุบันติดตั้งเครื่องจักรแล้วเสร็จ ทั้งนี้คาดการณ์รายได้ปี 2022 จะเติบโตได้ราว +12.5% Y-Y แต่มีมุมมองระยะยาวมากขึ้นต่อต้นทุนที่เริ่มปรับตัวสูงขึ้นทั้งกลุ่มแป้งสาลี และกลุ่มเนื้อสัตว์ เนื้อสัตว์แปรรูป ทั้งนี้บริษัทเริ่มปรับขึ้นราคาสินค้าบางรายการที่ถูกกระทบตั้งแต่เดือน ก.พ. อย่างไรก็ตาม ด้วยราคาวัตถุดิบที่ปรับขึ้นสูงกว่าที่เคยคาด เราจึงปรับลดสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นให้ conservative มากขึ้น นำไปสู่การปรับลดกำไรสุทธิปี 2022 ลง 8.8% เป็นการเติบโต +29.9% Y-Y จากเดิมคาดโต +43.7% Y-Y และปรับลดราคาเป้าหมายเป็น 21 บาท จาก 23 บาท (อิง PE เดิม 25 เท่า) ยังแนะนำ ซื้อ

รายได้เริ่มฟื้นตัวได้ดีใน 4Q21

ประกาศกำไรสุทธิ 4Q21 เท่ากับ 44 ลบ. (+82% Q-Q, +8.3% Y-Y) ถือเป็นการฟื้นตัวได้ดี หลังผ่อนคลายนโยบายการล็อกดาวน์ และปัญหาขนส่งคลี่คลายกลับสู่ภาวะปกติทำให้รายได้และอัตรากำไรขั้นต้นฟื้นตัว แต่ค่าใช้จ่ายยังอยู่ในระดับสูงจากค่าใช้จ่ายทางการตลาด มีการทำโปรโมชั่นเพื่อกระตุ้นรายได้ในช่วงปลายปี จบปี 2021 บริษัทมีกำไรสุทธิเท่ากับ 191 ลบ. (+26.2% Y-Y) แม้สัดส่วนรายได้กว่า 90% เป็นการขายไปยัง 7-11 แต่โดยรวมถือว่าถูกกระทบจากโควิดจำกัดมาก เรามองจุดเด่นอยู่ที่ตัวสินค้าเป็นหลัก

ตั้งเป้ารายได้ปีนี้โตดี จากทั้งสินค้าเดิม และมีแผนออกสินค้าใหม่

จากประชุม Opp Day เมื่อวันศุกร์ที่ผ่านมา ผู้บริหารตั้งเป้ารายได้ในปี 2022 เติบโตสูง 28% เป็น 3.9 พันลบ. มาจากทั้งการฟื้นตัวจากโควิดและการฟื้นตัวตาม 7-11 เป็นหลัก รวมถึงกลุ่ม Food Service (ลูกค้าคือ โรงแรม ร้านอาหาร และห้างค้าปลีก), การเป็นตัวแทนจำหน่ายสินค้าให้กับลูกค้ารายอื่น เช่น น้ำปลาร้าตราเชมียัม และทยอยออกสินค้าใหม่ทั้ง OEM และภายใต้แบรนด์ตนเอง รวมถึงได้มีการติดตั้งเครื่องจักรสำหรับผลิตสินค้า Ready to Eat แล้วเสร็จ คาดจะมีการออกสินค้าใหม่ได้ในช่วง 3Q22 ได้แก่ Ready to Eat และซุปรสสำเร็จรูป เป็นต้น ระยะสั้น คาดรายได้ของบริษัทจะเติบโตได้ดี ตาม 7-11 ที่มี SSSG 1QTD บวกราว 10%-12% Y-Y

ราคาวัตถุดิบปรับขึ้นสูงกว่าคาด จึงปรับลดกำไรและราคาเป้าหมาย

บริษัทเริ่มเผชิญต้นทุนวัตถุดิบปรับตัวสูงขึ้นตั้งแต่ 4Q21 ทั้งกลุ่มเนื้อสัตว์ อาหารแปรรูป (เช่น แฮม ไส้กรอก) และแป้งสาลี แต่มีวัตถุดิบบางรายการสต็อกล่วงหน้าอยู่ราว 3-6 เดือน ปัจจุบันราคาวัตถุดิบโดยเฉพาะกลุ่มสินค้าเกษตรมีความผันผวนมาก ทำให้ลือคราคากับ Supplier ได้ยากขึ้น อย่างไรก็ตาม บริษัทได้เริ่มปรับขึ้นราคาสินค้าราว 2 บาท สำหรับบางรายการที่ถูกกระทบมาก ตั้งแต่เดือน ก.พ. ที่ผ่านมา เชื่อว่าบริษัทจะยังรักษาอัตรากำไรขั้นต้นได้ทรงตัวถึงปรับขึ้นเล็กน้อยจาก 17.8% ในปี 2021 แต่ด้วยสถานการณ์ราคาวัตถุดิบปรับขึ้นสูงกว่าที่เคยคาด ทำให้ประมาณการเดิมของเราดู Aggressive เกินไป จึงปรับลดสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นปี 2022 ลง 80 bps เป็น 18.2% จากเดิม 19% นำไปสู่การปรับลดกำไรสุทธิปี 2022 ลง 8.8% เป็น 248 ลบ. (+29.9% Y-Y) และปรับลดราคาเป้าหมายเป็น 21 บาท จากเดิม 23 บาท (อิง PE เดิม 25 เท่า)

Company Overview

NSL ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายสินค้าเบเกอรี่ อาหารรองท้อง ขนมขบเคี้ยว และธุรกิจ Food Services โดยแบ่งรายได้ออกเป็น 4 กลุ่มหลัก ได้แก่ 1. กลุ่มเบเกอรี่และรองท้อง ส่วนใหญ่เป็นการขายผ่านร้าน 7-11 ภายใต้แบรนด์ EZY Taste, EZY Sweet, 7 Fresh เป็นต้น 2. กลุ่มขนมขบเคี้ยว (NSL Brand) 3. กลุ่ม Food Services และ 4. กลุ่ม OEM ขายเศษขนมปัง และอื่นๆ

บริษัทมี CPALL เป็นลูกค้าหลักด้วยสัดส่วนรายได้สิ้นปี 2020 ที่ 94% ของรายได้จากการขาย และอยู่ระหว่างพัฒนาสินค้าใหม่ๆ รวมถึงขยายช่องทางจำหน่าย เพื่อเพิ่มสัดส่วนรายได้ Non 7-11 มากขึ้นในอนาคต

ประเภทรายได้	2563		2564	
	ล้านบาท	%	ล้านบาท	%
▪ กลุ่มเบเกอรี่และรองท้อง	2,759.5	94.3%	2,791.2	91.7%
▪ Food Services	132.6	4.5%	207.3	6.8%
▪ กลุ่มแบรนด์ของ NSL และซื้อมาขายไป	15.6	0.5%	24.9	0.8%
▪ OEM, ขายเศษขนมปัง และอื่นๆ	15.5	0.5%	14.9	0.5%
▪ รายได้อื่น	4.4	0.2%	4.6	0.2%
รวมรายได้	2,927.6	100.0%	3,042.9	100.0%

ปัจจุบันบริษัทมีโรงงาน 4 แห่งตั้งอยู่ที่ อมตะนคร จ.ชลบุรี 2 แห่ง (โรงงานเบเกอรี่) และบางบัวทอง จ.นนทบุรี 2 แห่ง (โรงผลิตไส้เบเกอรี่, แปรรูปปลา อาหารทะเล และคลังสินค้า)

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ NSL ด้วยวิธี Relative PE โดยอิง PE ที่ 25 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของกลุ่ม FOOD และมองผ่านจุดต่ำสุดใน 3Q21 คาดหวังการกลับมาฟื้นตัวตั้งแต่ 4Q21 และต่อเนื่องไปในปี 2022

ESG

Environment

- NSL ได้ให้ความสำคัญกับความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม โดยโรงงานของบริษัททุกแห่ง มีการควบคุมผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมตลอดกระบวนการผลิต มีการกำหนดให้มีการบำบัดน้ำเสีย เช่น บ่อดักไขมันสำหรับการดักเศษอาหาร ตะกอน และไขมันจากกระบวนการผลิตก่อนจะปล่อยลงท่อระบายน้ำ วัตถุประสงค์ของน้ำทิ้งที่ปล่อยออกนอกโรงงาน น้ำในรางน้ำฝน ฝุ่นละออง ความร้อน ความดังของเสียง ได้มีการปฏิบัติถูกต้องอย่างเคร่งครัดตามมาตรฐานของกรมอุตสาหกรรมและมาตรฐานสากล รวมถึงมาตรการระบบการจัดการสิ่งแวดล้อม ISO 14001

- สำหรับขยะทั้งในบริเวณโรงงานและพื้นที่รอบๆโรงงาน บริษัทมีการจัดการขยะโดยส่วนที่สามารถกำจัดได้เอง บริษัทจะทำลายทิ้งอย่างถูกวิธี สำหรับส่วนที่ไม่สามารถกำจัดได้เอง เช่น ขยะอันตรายต่างๆ บริษัทจะส่งให้ผู้รับกำจัดนำไปกำจัดอย่างถูกต้องตามกฎหมายต่อไป

Social

- บริษัทให้ความสำคัญกับการพัฒนาความรู้และศักยภาพของพนักงาน เพื่อให้มีโอกาสเติบโตก้าวหน้าภายในองค์กร และมีความมั่นคงในการทำงาน โดยสนับสนุนให้พนักงานได้รับการอบรมสัมมนา ที่จัดโดยหน่วยงานภายนอกได้ ถือเป็นสร้างพนักงานที่มีประสิทธิภาพให้กับองค์กรและสังคมต่อไป

- บริษัทให้ความสำคัญกับการเคารพสิทธิมนุษยชน สร้างความเสมอภาคอย่างเท่าเทียมกันทั้งภายในองค์กรและภายนอกองค์กร โดยดูแลไม่ให้ธุรกิจของ NSL เข้าไปมีส่วนเกี่ยวข้องกับการละเมิดสิทธิเสรีภาพของบุคคลทั้งทางตรงและทางอ้อม เช่น ไม่สนับสนุนการบังคับใช้แรงงานต่อต้านการใช้แรงงานเด็ก ให้ความสำคัญเพื่อผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายด้วยความเป็นธรรม

Governance

- คณะกรรมการบริษัทได้ปฏิบัติตามกฎหมาย วัตถุประสงค์ ข้อบังคับ และมติประชุมผู้ถือหุ้น รวมทั้งได้ยึดถือแนวทางการกำกับดูแลกิจการตามหลักที่ดีของบริษัทจดทะเบียน ภายใต้หลักธรรมาภิบาล การกำกับดูแลกิจการที่ดี กฎระเบียบ และข้อปฏิบัติของตลท. และกลต. เพื่อใช้เป็นกรอบแนวทางในการดำเนินธุรกิจ โดยคณะกรรมการบริษัทจะมีการทบทวนและปรับปรุงทุกปีเพื่อให้เหมาะสมกับสภาพการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไป รวมถึงการให้ความสำคัญในการนำไปปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นทุกภาคส่วนอย่างเป็นธรรม เท่าเทียมกัน มีความโปร่งใส และเสนอข้อมูลอย่างถูกต้องและเพียงพอ

- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการ 8 คน ประกอบด้วย กรรมการที่เป็นผู้บริหาร 4 คน และกรรมอิสระ 4 คน ถือว่าไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด สอดคล้องตามเกณฑ์ เพื่อเป็นการถ่วงดุลอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกเสียง และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส

- บริษัทมีนโยบายห้ามไม่ให้กรรมการ ผู้บริหาร และผู้ทราบข้อมูลภายในที่เป็นสาระสำคัญซึ่งมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ ทำการซื้อ ขาย เสนอซื้อ หรือเสนอขาย ในช่วงเวลาก่อนเผยแพร่ทางการเงินอย่างน้อย 30 วันล่วงหน้าก่อนเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชน และควรรออีกอย่างน้อย 24 ชั่วโมงภายหลังการเปิดเผยข้อมูลให้แก่สาธารณชนแล้ว

การเปลี่ยนแปลงสมมติฐานที่ใช้ในการคาดการณ์ผลการดำเนินงาน NSL

Assumptions	Actual	New			Old			% Change		
	2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
Total Sales (mb)	3,038	3,418	3,784	4,063	3,266	3,616	3,929	4.7	4.6	3.4
% Y-Y Growth	3.9	12.5	10.7	7.4	7.5	10.7	8.5	5.0	0.0	-1.1
Gross Profit (mb)	542	622	700	764	637	705	766	-2.4	-0.7	-0.3
% Gross Margin	17.8	18.2	18.5	18.8	19.0	19.5	19.5	-0.8	-1.0	-0.7
SG&A (mb)	297	301	333	358	271	300	326	11.1	11.0	9.8
% SG&A to sales	9.8	8.8	8.8	8.8	8.3	8.3	8.3	0.5	0.5	0.5
Net Profit (mb)	191	248	286	326	272	317	353	-8.8	-9.8	-7.6
% Y-Y Growth	26.2	29.9	15.1	14.2	43.7	16.5	11.4	--	--	--

Source: Company Data, FSS Research

แผนธุรกิจสำหรับ 7-11 ปี 2022

New Channel

- การเพิ่มช่องทางการจัดจำหน่ายสินค้า พัฒนาสินค้ากลุ่มเบเกอรี่ที่บริษัทมีความชำนาญ และจัดจำหน่ายผ่านช่องทาง KUDSAN



Co-Branding

- พัฒนาสินค้าร่วมกับพันธมิตรทางธุรกิจ เพื่อสร้างสินค้าใหม่ให้เกิดความน่าสนใจอย่างต่อเนื่อง



Product Variations

- เป็นคู่ค้าที่พร้อมเติบโตกับการขยายสาขา 7-Eleven กัมพูชาอย่างต่อเนื่อง
- เพิ่มจำนวน SKUs เพื่อสร้างความหลากหลายกับสินค้าอย่างต่อเนื่อง



Source: Company Data

แผนออกสินค้าใหม่ภายใต้แบรนด์ของบริษัท

New Selection

- NSL ร่วมสนับสนุน SMEs
- นาร่องจับมือ "นนท์ เบเกอร์รี่"
- ส่งขนมเค้ก และ ขนมพิซซ่าคอกเทล 2 รสชาติ
- สุราณะสะดวกชื่อ 7-Eleven ใกล้บ้าน หรือ ส่งผ่าน 7-Eleven Delivery



Source: Company Data

ฟิน ฟิน บิสกิตแผ่นบาง

- "Thin Biscuits"
- บิสกิตแผ่นบาง หอมกรอบ อร่อย สบายงามด้วยรูปทรงของ มิกกี้ เม้าส์



NSL Bakery



ตัวอย่างสินค้ากลุ่ม Food Service

OEM Skin pack



Source: Company Data

Retail beef cutting



OEM Online : Processing



แผนออกสินค้าใหม่กลุ่ม Food Service และ Ready to Eat ในปี 2022

Food Service Products

Sauce

- Kani Miso Sauce
- Tartar Sauce



Raw Material

- Shimma Hokke
- Cobo Steak



Source: Company Data

Export New Products

RTE : Chicken Meat & Plant-Based



Instant soup



ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงลูกค้ารายใหญ่ในสัดส่วนที่สูง

บริษัทมีสัดส่วนรายได้จากการขายให้ CPALL สิ้นปี 2020 ในสัดส่วนราว 94.3% ของรายได้จากการขายทั้งหมด ซึ่งเป็นไปตามข้อตกลงเรื่องคำรับรองการผลิตสินค้าให้แก่ CPALL แต่เพียงผู้เดียว ทั้งนี้บริษัทได้ตระหนักถึงความเสี่ยงดังกล่าว จึงได้มีการพัฒนาสินค้า Snack ภายใต้แบรนด์ของตนเอง รวมถึงการเข้าซื้อธุรกิจ Food Services อีกทั้งยังมีแผนเปิดโอกาสในการพิจารณา JV และ M&A ในอนาคต

ความเสี่ยงที่จะไม่ได้ต่ออายุข้อตกลงเรื่องคำรับรองการผลิตให้แก่ CPALL เพียงผู้เดียว

ปัจจุบันบริษัทมีข้อตกลงเรื่องคำรับรองการผลิตสินค้าให้แก่ CPALL แต่เพียงผู้เดียว ลงวันที่ 22 มิ.ย. 2017 และวันที่ 8 ธ.ค. 2020 ซึ่งข้อตกลงครอบคลุมช่วงเวลา 7 ปี นับตั้งแต่วันที่ 19 ธ.ค. 2019 - 18 ธ.ค. 2026 บริษัทมีความเสี่ยงหากในอนาคตไม่ได้รับการต่ออายุสัญญาข้อตกลงกับ CPALL ทั้งนี้บริษัทเชื่อว่าด้วยความสัมพันธ์ที่ดีจะได้รับการต่ออายุต่อไปในอนาคต นอกจากนี้บริษัทสามารถขายสินค้าเบเกอรี่ประเภทอื่นที่ไม่อยู่ใน MOU ให้ผู้ประกอบการรายอื่นได้

ความเสี่ยงจากการแข่งขันสูง

ธุรกิจเบเกอรี่ ขนมขบเคี้ยว และ Food Services เป็นธุรกิจที่มีการแข่งขันสูง มีทั้งผู้ประกอบการรายใหญ่และรายเล็ก จึงมีทางเลือกให้ผู้บริโภคหลากหลายขึ้น อีกทั้งยังมีการแข่งขันทางด้านราคา ทำให้บริษัทต้องเผชิญความเสี่ยงจากการแข่งขันที่สูงขึ้น ซึ่งหากไม่สามารถปรับตัวได้ทัน หรือไม่สามารถรักษาจุดแข็งของบริษัทไว้ได้ อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานในท้ายที่สุด

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

ต้นทุนวัตถุดิบอาหารเป็นต้นทุนหลักของบริษัท โดยวัตถุดิบสำคัญได้แก่ แป้ง เนย น้ำตาล นม แยม ไข่กรอบ เครื่องปรุงรสต่างๆ ในบางช่วงเวลาราคาวัตถุดิบเหล่านี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงขึ้นลงตามอุปสงค์และอุปทานได้ ซึ่งเป็นปัจจัยที่อยู่เหนือการควบคุมของบริษัท อาจส่งผลกระทบต่อบริษัทหากไม่สามารถปรับขึ้นราคาขาย หรือควบคุมต้นทุนอื่นให้ชดเชยกับราคาวัตถุดิบที่เพิ่มขึ้นได้ทั้งหมด

ความเสี่ยงจากการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายพนักงาน

ในกระบวนการผลิตของบริษัทยังถือเป็นธุรกิจที่ต้องอาศัยแรงงานจำนวนมาก (Labor Intensive) และต้องเป็นแรงงานที่มีทักษะทั้งการผสมส่วนประกอบอาหารตามสูตร การประกอบ หรือตกแต่งสินค้าอาหาร ทำให้ค่าใช้จ่ายพนักงานถือเป็นต้นทุนหลักที่รองจากต้นทุนวัตถุดิบ ซึ่งหากค่าแรงปรับตัวสูงขึ้น (ทั้งจากนโยบายของภาครัฐ หรือจากปัญหาขาดแคลนแรงงานในระบบ) อาจกระทบต่อค่าใช้จ่ายพนักงานของบริษัทให้ปรับตัวสูงขึ้นได้

ความเสี่ยงจากผลกระทบของโรคระบาด

ในช่วงหลายปีที่ผ่านมาเกิดโรคระบาดหลายชนิดในโลกและประเทศไทย อาทิ โรคหวัด ไข้หวัดใหญ่ (ASF) และล่าสุด COVID-19 ถือเป็นความท้าทายของผู้ประกอบการในธุรกิจอาหาร เพราะนอกจากต้องรับมือกับแนวโน้มราคาวัตถุดิบ (จากเนื้อสัตว์) ที่อาจปรับตัวสูงขึ้นจากปริมาณผลผลิตที่ลดลงแล้ว ยังต้องสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้บริโภคมั่นใจได้ว่าสินค้าอาหารของบริษัทมีความปลอดภัย มีวัตถุดิบที่มีคุณภาพ และสามารถตรวจสอบย้อนกลับถึงแหล่งที่มาของวัตถุดิบได้ตลอดทั้ง Supply Chain รวมถึงผลการดำเนินงานของบริษัทอาจถูกกระทบจากกำลังซื้อที่ชะลอตัวอันเนื่องมาจากสถานการณ์ COVID-19

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	2,923	3,038	3,418	3,784	4,063
Cost of sales	2,448	2,497	2,796	3,084	3,299
Gross profit	475	542	622	700	764
SG&A	264	297	301	333	358
Operating profit	211	245	321	367	406
Other income	4	5	3	4	4
EBIT	215	249	325	371	410
EBITDA	321	346	441	507	567
Interest charge	24	17	15	14	13
Tax on income	39	41	62	71	72
Earnings after tax	151	191	248	286	326
Minority interest	0	0	0	0	0
Normalized earnings	151	191	248	286	326
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	151	191	248	286	326

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Net profit	151	191	248	286	326
Deprec. & amortization	106	97	117	137	157
Change in working capital	-57	-157	153	-7	-6
Other adjustments	77	61	0	0	0
Cash flow from operations	277	192	518	415	477
Capital expenditure	-49	-39	-200	-200	-200
Others	-2	-13	-3	-4	-3
Cash flow from investing	-35	-33	-203	-204	-203
Free cash flow	242	159	314	211	274
Net borrowings	32	-292	-103	19	82
Equity capital raised	55	872	0	0	0
Dividends paid	-225	-266	-199	-229	-261
Others	-112	-24	1	5	4
Cash flow from financing	-250	290	-300	-204	-175
Net change in cash	-8	449	15	7	99

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Cash & ST investment	10	459	474	481	580
Accounts receivable	413	496	468	518	557
Inventory	142	189	153	169	181
Other current assets	1	2	2	2	2
Total current assets	567	1,147	1,097	1,171	1,320
Investments	0	0	0	0	0
Plant, property & equipment	983	926	1,009	1,072	1,116
Other assets	25	38	41	45	48
Total assets	1,575	2,111	2,148	2,288	2,483
Short-term loans	224	39	51	58	160
Accounts payable	404	453	536	591	633
Current maturities	109	107	100	100	100
Other current liabilities	55	29	34	38	41
Total current liabilities	792	628	721	787	933
Long-term debt	286	181	73	85	65
Other non-current liab.	42	50	51	57	61
Total non-current liab.	328	231	125	142	126
Total liabilities	1,120	859	846	929	1,059
Registered capital	300	300	300	300	300
Paid up capital	225	300	300	300	300
Share premium	0	797	797	797	797
Legal reserve	30	30	30	30	30
Retained earnings	200	125	174	231	297
Minority Interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	455	1,252	1,302	1,359	1,424

Key Ratios

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Growth (%)					
Revenue	-13.3	3.9	12.5	10.7	7.4
EBITDA	-2.7	7.7	27.6	15.0	11.7
Net profit	-3.1	26.2	29.9	15.1	14.2
Normalized earnings	-3.1	26.2	29.9	15.1	14.2
Profitability (%)					
Gross profit margin	16.2	17.8	18.2	18.5	18.8
EBITDA margin	11.0	11.4	12.9	13.4	14.0
EBIT margin	7.4	8.2	9.5	9.8	10.1
Normalized profit margin	5.2	6.3	7.3	7.6	8.0
Net profit margin	5.2	6.3	7.3	7.6	8.0
Normalized ROA	9.6	9.1	11.6	12.5	13.1
Normalized ROE	33.3	15.3	19.1	21.0	22.9
Normalized ROCE	27.5	16.8	22.8	24.7	26.5
Risk (x)					
D/E	2.5	0.7	0.7	0.7	0.7
Net D/E	2.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Net debt/EBITDA	3.5	1.2	0.8	0.9	0.8
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.68	0.64	0.83	0.95	1.09
Normalized EPS	0.67	0.64	0.83	0.95	1.09
EBITDA	1.43	1.15	1.47	1.69	1.89
Book value	1.52	4.17	4.34	4.53	4.75
Dividend	0.04	0.50	0.66	0.76	0.87
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	25.4	27.2	20.9	18.2	15.9
Norm P/E	25.7	27.2	20.9	18.2	15.9
P/BV	11.4	4.1	4.0	3.8	3.6
EV/EBITDA	15.6	16.2	12.6	11.1	10.0
Dividend yield (%)	0.3	2.9	3.8	4.4	5.0

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 พินเกล้า 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 ถนนบรมหัตถ์ทอง 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.หลวงพ่อดำ ต.อนุสาวรีย์ 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, 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 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 2564 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 6 มกราคม 2565) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC