

TFG (TFG TB)

บมจ. ไทยฟู้ดส์ กรุ๊ป

BUY

Previous	BUY
2022 Target Price (Bt)	5.20
Price (29/03/2022)	4.16
up/downside (%)	+25.0
SET Index	1,689.74
Sector	Food & Beverage
Foreign limit/actual (%)	49.00/32.65
Free float (%)	15.16
Market cap (Bt m)	23,478.85
Avg daily T/O (Bt m) (2022 YTD)	42.29
hi, lo, avg (Bt) (2022 YTD)	5.35, 3.68, 4.70
IOD 2021	4
THAI CAC	Certified

ผ่านกำไรต่ำสุดแล้ว จะกลับมาฟื้นได้ใน 1Q22

จากประชุมนักวิเคราะห์วานนี้ โทนมวก ภายหลังโควิดคลี่คลาย ทำให้คำสั่งซื้อสูงขึ้นจากทั้งในประเทศและตลาดส่งออก, เริ่มหาสายเรือได้มากขึ้น และมีการปรับราคาส่งออกเพื่อสะท้อนต้นทุนที่สูงขึ้นทั้งราคาวัตถุดิบ และค่าระวางเรือ จึงคาดการณ์กำไรจะกลับมาฟื้นตัวดีขึ้นตั้งแต่ 1Q22 เบื้องต้นคาด +143% Q-Q (แต่ยังคง -14.6% Y-Y) ทั้งนี้บริษัทมีการถือราคาวัตถุดิบที่ราคาใกล้เคียง 4Q21 ไว้ครอบคลุมถึง 2Q22 จึงคาดการณ์รายได้และอัตรากำไรขั้นต้นจะฟื้นตัวได้ดีใน 1H22 และยังคงติดตามแนวโน้มราคาวัตถุดิบใน 2H22 เพราะอาจกระทบต่ออัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทอีกครั้งในระยะถัดไปได้ อย่างไรก็ตาม ด้วยแนวโน้มราคาวัตถุดิบที่ปรับลงช้ากว่าที่เคยคาด (เดิมเคยคาดว่าจะอ่อนตัวลงช่วงปลายปี 2021) เราจึงปรับลดสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นปี 2022 ลง 50 bps และปรับลดกำไรสุทธิปี 2022 ลง 11% เป็น 2 พันลบ. แต่ยังคงการฟื้นตัวที่ดีจากฐานต่ำในปี 2021 ที่มีกำไรเพียง 562 ลบ. (ต่ำสุดในรอบ 6 ปี) และเรายังมองบวกกว่าได้ผ่านกำไรต่ำสุดไปแล้ว ทั้งนี้ราคาเป้าหมายใหม่ 5.2 บาท (จากเดิม 6 บาท) ยังมี Upside 25% จึงคงคำแนะนำซื้อ

ผ่านกำไรต่ำสุดในปี 2021 คาดกำไรจะกลับมาฟื้นตั้งแต่ 1Q22

เรามองผ่านกำไรต่ำสุดในปี 2021 ที่ทำได้เพียง 562 ลบ. (-78.1% Y-Y) ต่ำสุดในรอบ 6 ปี หลังเผชิญผลกระทบโควิด, ปัญหาขาดแคลนเรือตู้ และต้นทุนอาหารสัตว์ปรับตัวสูงขึ้น โดยคาดเห็นการฟื้นตัวใน 1Q22 ภายหลังโควิดคลี่คลาย หนุนคำสั่งซื้อส่งออกที่เพิ่มสูงขึ้นอีกครั้ง กอปรกับราคาเนื้อสัตว์สูงขึ้น ราคาหมูในไทยเฉลี่ย 1QTD=97.5 บาท/กก. (+26.1% Q-Q +21.9% Y-Y), ราคาไก่มีชีวิตทั้งตัว 39 บาท/กก. (+18.2% Q-Q, +20.6% Y-Y) และราคาหมูเวียดนาม 52,664 ต่อตันกก. (+26.6% Q-Q, -31.8% Y-Y) สามารถหักล้างผลลบจากการปรับขึ้นของราคาวัตถุดิบอาหารสัตว์ได้ โดยราคาข้าวโพดเฉลี่ยของตลาด +1.7% Q-Q, +17.1% Y-Y และราคากากถั่วเหลือง +4.9% Q-Q, +9.1% Y-Y ทั้งนี้บริษัทได้มีการสต็อกวัตถุดิบล่วงหน้าในราคาใกล้เคียง 4Q21 ไว้พอใช้ถึง 2Q22 จึงคาดเห็นการฟื้นตัวของรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นใน 1Q22 กลับสู่ระดับสองหลักอีกครั้งจาก 4.1% / 8.5% ใน 3Q21 / 4Q21 ตามลำดับ เบื้องต้นคาดการณ์กำไร 1Q22 ฟื้นที่ 379 ลบ. (+143% Q-Q, -14.6% Y-Y)

เริ่มหาสายเรือได้มากขึ้น และปรับเพิ่มราคาส่งออกไปแล้ว

แม้ค่าระวางเรือตู้คอนเทนเนอร์ยังทรงตัวสูง แต่เรามองว่าได้ผ่านพีคไปแล้วในปี 2021 ขณะที่ปัญหาขาดแคลนเรือคลี่คลายมากขึ้น ทันท่วงทีกับความต้องการของลูกค้าในยุโรปและญี่ปุ่นที่สูงขึ้น ทำให้บริษัทสามารถปรับขึ้นราคากับลูกค้าได้จากราคาขายส่งออกไปยุโรปในปี 2021 ที่ US\$2,800 ต่อตัน ล่าสุด 1Q22 ขยับขึ้นเป็น US\$3,400 ต่อตัน และเริ่มถือราคาล่วงหน้า 3Q22 สูงขึ้นถึง US\$3,800 ต่อตัน บริษัทตั้งเป้ารายได้รวมปี 2022 เติบโต 15% Y-Y สู่ระดับ 4 หมื่นลบ. โดยมองราคาหมูไทยน่าจะยืนสูงที่ 90-95 บาท/กก. และราคาไก่ล่าสุดขยับขึ้นเป็น 41-42 บาท/กก. จาก Demand ที่สูงขึ้น นอกจากนี้ยังเดินหน้าในธุรกิจใหม่ต่อเนื่อง มีแผนขยายสาขา Food Shop เพิ่มเป็น 200 สาขาในปี 2022 จาก 85 สาขาในปี 2021, ตั้งเป้าปล่อยสินเชื่อบุคคล (ไม่มีหลักประกัน) ปีนี้เพิ่มเป็น 800 ลบ. จาก 122 ลบ. ในปี 2021 โดยคาดหวังพลิกกำไรได้ในปี 2022 และอยู่ระหว่างขยายธุรกิจ Pet Food (อาหารสัตว์เลี้ยง) แบบครบวงจร คาดเห็นพัฒนาการมากขึ้นใน 2H22 และเห็นความชัดเจนในปี 2023

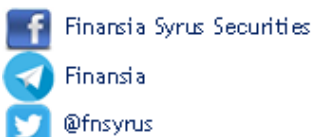
ปรับลดกำไรปี 2022 ลง แต่ยังเป็นการเติบโตสูงจากฐานต่ำปีก่อน

แม้เรามีมุมมองเชิงบวกต่อการฟื้นตัวของกำไรในปี 2022 แต่ยังคงมีความเสี่ยงจากแนวโน้มราคาวัตถุดิบที่อยู่ในระดับสูง ผิดไปจากที่เคยคาดว่าจะอ่อนตัวลงในช่วงปลายปี 2021 และยังคงติดตามแนวโน้มราคาใน 2H22 ต่อไป เพราะอาจกระทบต่ออัตรากำไรขั้นต้นในช่วง 2H22 ได้ ทั้งนี้เราจึงปรับลดสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นในปี 2022 ลง 50 bps เป็น 11.5% จากเดิม 12% นำไปสู่การปรับลดกำไรสุทธิปี 2022 ลง 11% เป็น 2 พันลบ. (เติบโตสูงจาก 562 ลบ. ในปี 2021) และปรับลดราคาเป้าหมายลงเป็น 5.2 บาท จากเดิม 6 บาท (อิง PE เดิม 15 เท่า)

Consolidated earnings				
BT (mn)	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	34,823	37,539	39,642	40,871
Normalized profit	241	2,018	2,295	2,480
Net profit	562	2,018	2,295	2,480
EPS (Bt) - norm	0.04	0.35	0.37	0.40
EPS (Bt)- reported	0.10	0.35	0.37	0.40
% growth y-y	-78.2	247.4	7.5	8.1
Dividend/share (Bt)	0.09	0.14	0.15	0.16
BV/share (Bt)	1.87	2.10	2.38	2.62
EV/EBITDA (x)	12.06	8.29	7.80	7.25
PER (x) - norm	97.4	12.0	11.2	10.4
PER (x)	41.8	12.0	11.2	10.4
PBV (x)	2.2	2.0	1.7	1.6
Dividend yield (%)	2.2	3.3	3.6	3.9
ROE (%)	2.1	15.6	15.6	15.3
YE No. of shares (million)	5,644	5,831	6,168	6,168
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



Company Overview

TFG ดำเนินธุรกิจเป็นผู้ผลิตอาหารแบบครบวงจรได้แก่ 1. **ผลิตภัณฑ์ไก่** ทั้งตัว ชิ้นส่วนไก่ และผลิตภัณฑ์แปรรูปจากเนื้อไก่ โดยเริ่มตั้งแต่การเพาะพันธุ์ไก่ เลี้ยงไก่ การออกไข่ ฟักไข่ ผลิตเนื้อไก่ รวมถึงผลิตภัณฑ์แปรรูปจากเนื้อไก่ 2. **สุกรมีชีวิต** ตั้งแต่การเพาะพันธุ์ การเลี้ยงสุกร การจำหน่ายสุกรมีชีวิตและชิ้นส่วนสุกร 3. **อาหารสัตว์** เน้นที่อาหารสัตว์สำหรับไก่และสุกรเป็นหลัก ทั้งผลิตไว้ในเองและจำหน่ายให้กับลูกค้าภายนอก 4. **ธุรกิจอื่น** อาทิ ศูนย์วิจัยและพัฒนาวัคซีนและเวชภัณฑ์, จำหน่ายบรรจุภัณฑ์สำหรับอาหารสัตว์และอุปกรณ์การเกษตรที่ทำจากพลาสติก ล่าสุดมีการจัดตั้งธุรกิจใหม่ บจ.มันนี่ ฮับ เซอร์วิส เพื่อทำธุรกิจประเภทให้สินเชื่อกับพนักงาน และลูกค้า

ประเภทธุรกิจ	ปี 2561		ปี 2562		ปี 2563	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
ธุรกิจไก่	17,920.16	63.20	16,443.34	56.50	16,308.82	51.19
ธุรกิจสุกร	6,255.99	22.06	7,942.83	27.29	9,501.71	29.83
ธุรกิจอาหารสัตว์และอื่นๆ	3,757.39	13.25	4,533.02	15.57	5,528.13	17.35
รายได้อื่นๆ	423.67	1.49	186.32	0.64	518.72	1.63
รวม	28,357.21	100.00	29,105.51	100.00	31,857.38	100.00

สิ้นปี 2020 บริษัทมีจำนวนไก่พ่อแม่พันธุ์ 1.96 ล้านตัว และมีกำลังการผลิต(เชือด)ไก่ 4.5 แสนตัวต่อวัน ในขณะที่มีกำลังการผลิตเลี้ยงสุกรขุนในไทยที่ 85,864 ตัวต่อเดือน ส่วนเวียดนามอยู่ที่ 7,200 ตัวต่อเดือน และมีกำลังการผลิตอาหารสัตว์ที่ 2.05 แสนตันต่อเดือน ทั้งนี้บริษัทมีฟาร์มและโรงงานผลิตหลายแห่งโดยตั้งอยู่ใน กาญจนบุรี ปราจีนบุรี สุพรรณบุรี สระแก้ว ขอนแก่น และชลบุรี

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ TFG โดยอิง PE เฉลี่ย 15 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ย 3 ปีย้อนหลังของบริษัท เราปรับลด EPS ปี 2022 ลงเป็น 0.35 บาท จึงปรับลดราคาเป้าหมายปี 2022 เป็น 5.2 บาท จากเดิม 6 บาท

ESG

Environment

- TFG ให้ความสำคัญกับสิ่งแวดล้อมเป็นอย่างมาก โดยสถานประกอบการตั้งแต่การฟักไข่ การฆ่าสัตว์ การผลิตเนื้อสัตว์ และการผลิตอาหารสัตว์ ได้ถือปฏิบัติตามข้อกำหนดและกฎหมายด้านสิ่งแวดล้อมภายใต้การควบคุมของสำนักงานเทคโนโลยีและสิ่งแวดล้อมโรงงาน สังกัดกรมโรงงานอุตสาหกรรม โดยมีการกำหนดมาตรฐานทั้งในเรื่อง น้ำ เสียง อากาศ สารเคมี รวมถึงการปล่อยสารใดๆที่อาจมีผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม
- โรงฆ่าและของบริษัทมีการติดตั้งเครื่องมือตรวจวัดคุณภาพน้ำปล่อยออกนอกโรงงาน BOD Online เชื่อมต่อสัญญาณเข้ากับกรมโรงงาน อีกทั้งยังมีกราว์ข้างบริษัทเอกชนจัดทำรายงานภายในเกี่ยวกับสภาพสิ่งแวดล้อมภายในและภายนอกของโรงงานของบริษัทว่าผ่านมาตรฐานที่กำหนด

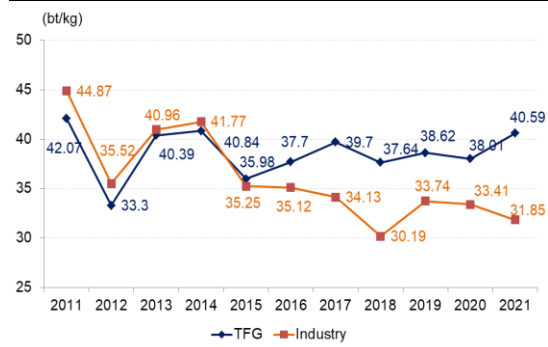
Social

- บริษัทได้สร้างความสัมพันธ์อันดีระหว่างบริษัทและชุมชน เช่น การมอบทุนวิจัยในโครงการสกัดสารสำคัญจากพืชสมุนไพรให้กับมหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ และกิจกรรมมอบถุงพลาสติกให้ทางเทศบาลเพื่อรณรงค์ห้ามเผาป่า เป็นต้น
- บริษัทให้ความสำคัญกับการพัฒนาบุคลากร โดยมีการฝึกอบรมพนักงาน การสัมมนาประชุมทางวิชาการ การศึกษาดูงาน เพื่อเพิ่มพูนความรู้ความเข้าใจ และทักษะในการทำงาน เพื่อสร้างบุคลากรที่มีประสิทธิภาพให้กับองค์กรและสังคม

Governance

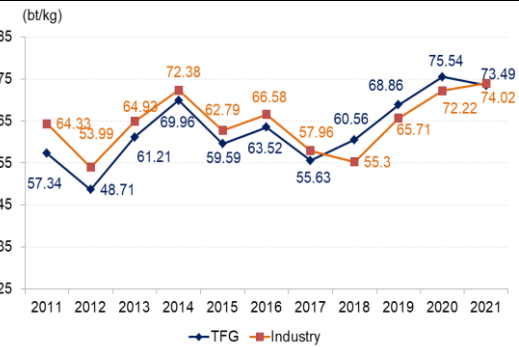
- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการ 8 ท่าน ประกอบด้วยกรรมการอิสระ 5 ท่าน มากกว่ากึ่งหนึ่งของกรรมการทั้งหมด สอดคล้องตามเกณฑ์เพื่อเป็นการถ่วงดุลอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกเสียง และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- บริษัทกำหนดแนวทางการดำเนินธุรกิจตามที่จัดทำโดยตลท.ที่กำหนดหลักการ 8 ข้อ 1. การประกอบกิจการด้วยความเป็นธรรม 2. การต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชัน 3. การเคารพสิทธิมนุษยชน 4. การปฏิบัติตามแรงงานอย่างเป็นธรรม 5. ความรับผิดชอบต่อผู้บริโภค 6. การดูแลรักษาสิ่งแวดล้อม 7. การร่วมพัฒนาชุมชนหรือสังคม และ 8. การมีนวัตกรรมและเผยแพร่นวัตกรรม
- บริษัทมีนโยบายไม่ให้พนักงาน ผู้บริหาร และผู้รับทราบข้อมูลภายใน ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัท ตั้งแต่วันที่ทราบข้อมูลจนถึงวันที่ข้อมูลได้เปิดเผยสู่สาธารณชนแล้ว และห้ามนำข้อมูลภายในที่ไม่ควรเปิดเผยไปเผยแพร่เพื่อเป็นการสร้างราคาให้กับหลักทรัพย์ในช่วง 1 เดือนก่อนที่งบการเงินจะเผยแพร่สู่สาธารณชน และ 1 วันหลังจากที่งบการเงินออกเผยแพร่

ราคาขายไก่ TFG เทียบกับอุตสาหกรรม



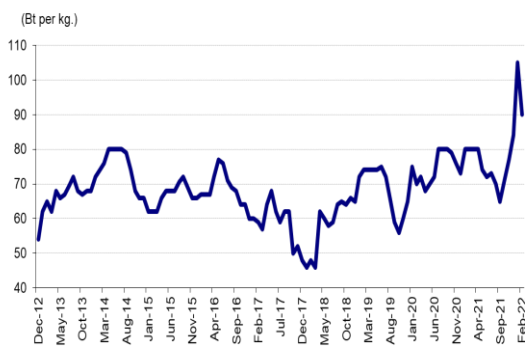
Source: TFG's Presentation

ราคาขายหมู TFG เทียบกับอุตสาหกรรม



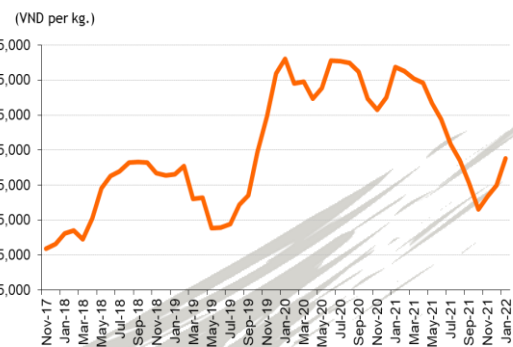
Source: TFG's Presentation

ราคาหมูหน้าฟาร์มในประเทศ (บาท/กก.)



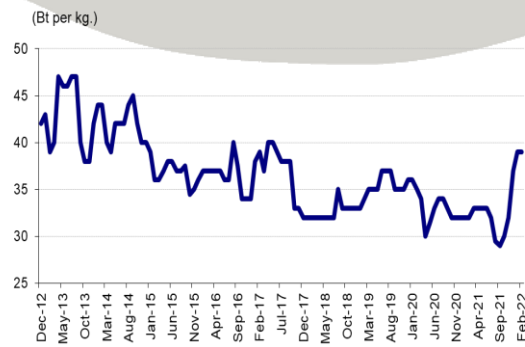
Source: กรมการค้าภายใน, FSS Research

ราคาหมูหน้าฟาร์มในเวียดนาม (ต่อง/กก.)



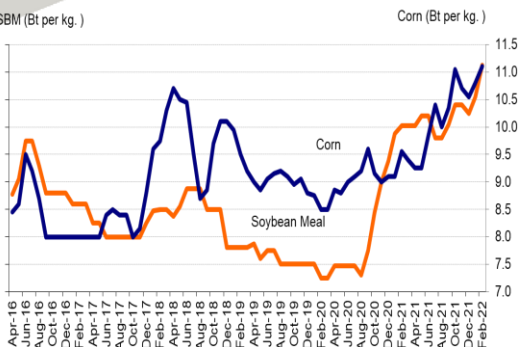
Source: CPF, FSS Research

ราคาไก่มีชีวิตทั้งตัว (บาท/กก.)



Source: กรมการค้าภายใน, FSS Research

ราคาข้าวโพดและกากถั่วเหลือง (บาท/กก.)



Source: กรมการค้าภายใน, FSS Research

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาเนื้อสัตว์

เนื่องจากรายได้หลักของบริษัทมาจากการจำหน่ายไก่ และสุกร ซึ่งมีราคาสินค้าขึ้นอยู่กับ Demand/Supply ในแต่ละช่วงเวลานั้นๆ โดยผลกระทบที่มีต่อ Demand มาจากทั้งพฤติกรรมผู้บริโภค ความต้องการตามฤดูกาล ส่วนผลกระทบที่มีต่อ Supply ขึ้นอยู่กับหลายปัจจัยได้แก่ โรคระบาด สภาพอากาศ ปริมาณการจำหน่ายในประเทศและการส่งออก ซึ่งหากราคาไก่หรือสุกรปรับลดลงจะเป็นลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

บริษัทมีต้นทุนหลักคือต้นทุนวัตถุดิบในการผลิตอาหารสัตว์ เช่น ข้าวโพด กากถั่วเหลือง ข้าวสาลี และมันอัดเม็ด เป็นต้น โดยราคาวัตถุดิบมีความผันผวนตาม Demand/Supply เช่นเดียวกัน และยังมีปัจจัยอื่นๆที่ข้อกีดกันทางการค้า สภาพอากาศ ความต้องการเป็นสินค้าทดแทนในส่วนของพลังงานทางเลือก รวมถึงการแทรกแซงของรัฐบาล นโยบายการช่วยเหลือทางด้านเกษตรกรรม และการกึ่งกำรจากตลาดซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้า ซึ่งหากกระทบให้ราคาวัตถุดิบปรับตัวสูงขึ้น อาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้ หากราคาเนื้อสัตว์ไม่ได้ปรับขึ้นในทิศทางเดียวกัน หรือบริษัทไม่สามารถปรับสูตรอาหารสัตว์เพื่อลดผลกระทบได้ทัน

ความเสี่ยงจากการพึ่งพาเกษตรกรตามพันธะสัญญา

บริษัทมีระบบเกษตรกรตามพันธะสัญญาในการเลี้ยงไก่และสุกร โดยสิ้นปี 2020 มีการทำสัญญาเลี้ยงไก่กับเกษตรกรจำนวน 310 ราย และเลี้ยงสุกรจำนวน 505 รายในไทย ทำให้มีความเสี่ยงหากไม่สามารถจัดหาเกษตรกรได้เพียงพอ เนื่องจากอาจมีการทำเกษตรกรรมแบบอื่นที่กำไรได้มากกว่า หรือกรณีคู่แข่งให้ข้อเสนอที่ดีกว่าของบริษัท นอกจากนี้อาจเกิดปัญหาการควบคุมมาตรฐานคุณภาพของการเลี้ยง ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อ Supply Chain ของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากการขาดแคลนแรงงาน

เนื่องจากเป็นธุรกิจที่มีการใช้แรงงานสูง โดยเฉพาะในส่วนของโรงฆ่าและซึ่งสิ้นปี 2020 มีจำนวนแรงงานในโรงฆ่าและราว 8,249 คน เพราะจำเป็นต้องใช้แรงงานในส่วนของคัดเลือกและตกแต่งขนาดของวัตถุดิบ ซึ่งหากประสบปัญหาขาดแคลนแรงงาน อาจกระทบต่อการผลิตของโรงงานให้ไม่เป็นไปตามแผนที่วางไว้

ความเสี่ยงจากโรคระบาดในสัตว์

โรคระบาดในสัตว์กระทบต่อความเชื่อมั่นของผู้บริโภคและภาวะอุตสาหกรรมโดยรวม ที่ผ่านมาระบาดได้เผชิญกับโรคไข้หวัดนก ไข้หวัดหมู โรคท้องร่วงติดต่อในสุกร และโรคปากเท้าเปื่อย ซึ่งนอกจากต้องมีการทำลายผลผลิตสัตว์หากพบว่ามีการระบาดของโรคในฟาร์มนั้นๆแล้ว ยังอาจถูกจำกัดสิทธิในการส่งออกสินค้าไปยังต่างประเทศอีกด้วย ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	31,339	34,823	37,539	39,642	40,871
Cost of sales	26,909	31,670	33,222	34,936	35,884
Gross profit	4,430	3,153	4,317	4,705	4,986
SG&A	1,291	1,927	1,539	1,625	1,676
Operating profit	3,139	1,226	2,778	3,080	3,311
Other income	199	251	263	277	245
EBIT	3,338	1,477	3,041	3,358	3,556
EBITDA	5,439	3,903	5,641	6,108	6,456
Interest charge	370	493	538	510	476
Tax on income	649	546	501	570	616
Earnings after tax	2,319	438	2,002	2,278	2,463
Minority interest	12	10	15	16	16
Normalized earnings	2,244	241	2,018	2,295	2,480
Extraordinary items	319	321	0	0	0
Net profit	2,563	562	2,018	2,295	2,480

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Net profit	2,563	562	2,015	2,287	2,470
Deprec. & amortization	2,101	2,425	2,600	2,750	2,900
Change in working capital	-1,936	-5,519	1,449	-530	-310
Other adjustments	891	635	0	0	0
Cash flow from operations	3,620	-1,896	6,065	4,507	5,061
Capital expenditure	-3,312	-5,927	-3,500	-3,000	-3,000
Others	-579	-821	-168	-189	-111
Cash flow from investing	-3,891	-6,749	-3,668	-3,189	-3,111
Free cash flow	-271	-8,645	2,396	1,318	1,950
Net borrowings	1,863	8,960	-1,746	-710	-987
Equity capital raised	0	200	187	337	0
Dividends paid	-1,290	-589	-806	-915	-988
Others	34	257	2	0	0
Cash flow from financing	607	8,827	-2,363	-1,288	-1,975
Net change in cash	336	183	34	30	-25

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Cash	784	416	449	480	454
Accounts receivable	1,964	2,829	3,085	3,258	3,359
Inventory	3,350	4,863	4,096	4,307	4,424
Other current assets	3,858	7,001	6,757	7,136	7,357
Total current assets	9,956	15,109	14,388	15,181	15,594
Investments	272	704	704	704	704
Plant, property & equipment	12,864	16,366	17,265	17,515	17,615
Other assets	2,999	3,389	3,557	3,747	3,857
Total assets	26,091	35,567	35,914	37,146	37,770
Short-term loans	3,377	10,550	8,195	8,156	7,354
Accounts payable	3,605	3,434	4,096	4,307	4,424
Current maturities	1,070	1,184	1,000	1,000	1,000
Other current liabilities	333	159	375	396	409
Total current liabilities	8,385	15,326	13,666	13,860	13,187
Long-term debt	6,196	8,229	8,829	8,132	7,932
Other non-current liab.	370	442	450	476	490
Total non-current liab.	6,566	8,670	9,279	8,608	8,422
Total liabilities	14,950	23,997	22,945	22,467	21,609
Registered capital	6,138	6,168	6,168	6,168	6,168
Paid up capital	5,608	5,644	5,831	6,168	6,168
Share premium	1,743	1,906	1,906	1,906	1,906
Legal reserve	331	382	382	382	382
Retained earnings	3,436	3,624	4,833	6,206	7,688
Minority Interests	24	14	17	17	16
Shareholders' equity	11,140	11,570	12,969	14,679	16,161

Key Ratios

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Growth (%)					
Revenue	8.4	11.1	7.8	5.6	3.1
EBITDA	47.3	-28.3	44.6	8.3	5.7
Net profit	78.0	-78.1	258.5	13.5	8.0
Normalized earnings	49.8	-89.3	736.2	13.5	8.0
Profitability (%)					
Gross profit margin	14.1	9.1	11.5	11.9	12.2
EBITDA margin	17.4	11.2	15.0	15.4	15.8
EBIT margin	10.7	4.2	8.1	8.5	8.7
Normalized profit margin	7.2	0.7	5.4	5.8	6.0
Net profit margin	8.2	1.6	5.4	5.8	6.0
Normalized ROA	8.6	0.7	5.6	6.2	6.5
Normalized ROE	20.2	2.1	15.6	15.6	15.3
Normalized ROCE	18.9	7.3	13.7	14.4	14.5
Risk (x)					
D/E	1.3	2.1	1.8	1.5	1.3
Net D/E	1.3	2.0	1.7	1.5	1.3
Net debt/EBITDA	2.6	6.0	4.0	3.6	3.3
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.46	0.10	0.35	0.37	0.40
Normalized EPS	0.40	0.04	0.35	0.37	0.40
EBITDA	0.97	0.69	0.97	0.99	1.05
Book value	1.81	1.87	2.10	2.38	2.62
Dividend	0.09	0.09	0.14	0.15	0.16
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	9.1	41.8	12.0	11.2	10.4
Norm P/E	10.4	97.4	12.0	11.2	10.4
P/BV	2.3	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	6.9	12.1	8.3	7.8	7.3
Dividend yield (%)	2.0	2.2	3.3	3.6	3.9

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 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545	สาขา ประชาชีวะ 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 (ฝั่งริมวังแก่นนคร) 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 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 2564 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 6 มกราคม 2565) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC